



## **Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra**

Grupo de Estudos Monetários e Financeiros  
(GEMF)  
Av. Dias da Silva, 165 – 3004-512 COIMBRA,  
PORTUGAL

gemf@fe.uc.pt  
<http://gemf.fe.uc.pt>

FERNANDO ALEXANDRE, LUÍS  
AGUIAR-CONRARIA, PEDRO BAÇÃO  
& MIGUEL PORTELA

### **A Poupança em Portugal**

---

ESTUDOS DO GEMF

N.º 19

2011

**PUBLICAÇÃO CO-FINANCIADA PELA  
FUNDAÇÃO PARA A CIÊNCIA E TECNOLOGIA**

Impresso na Secção de Textos da FEUC  
COIMBRA 2011

## **Nota**

Este relatório foi produzido na sequência de um pedido da Associação Portuguesa de Seguradores. Contou com a colaboração de um Conselho Consultivo formado por Miguel Cadilhe, João Talone e Pedro Seixas Vale. A realização deste trabalho beneficiou ainda do apoio de Raquel Alves, na recolha de informação, de Manuel Correia de Pinho, na recolha de informação e no comentário a versões preliminares do texto, e de Joaquim Rocha, da Escola de Direito da Universidade do Minho, na redação da secção sobre tributação e benefícios fiscais.

## Sumário executivo

A forte e contínua redução da taxa de poupança da economia portuguesa nas últimas décadas foi, até à crise financeira internacional, um facto largamente ignorado por especialistas e decisores de política. Esta diminuição acentuada da taxa de poupança teve como reflexo o aumento exponencial do défice e da dívida externas, o que deveria ter feito soar os sinais de alarme. No entanto, apesar de estarem ainda bem presentes as duas intervenções do Fundo Monetário Internacional nas décadas de 1970 e 1980, em resultado de crises de pagamentos, instalou-se na sociedade portuguesa, depois da adesão ao euro, o sentimento de que *desta vez seria diferente*.

A queda da taxa de poupança contribuiu para os desequilíbrios económicos que se avolumaram nos últimos anos e que resultaram na crise da dívida soberana. De facto, em geral, os países com crises da dívida soberana partilharam tendências decrescentes da taxa de poupança. A saída da crise da dívida soberana, que limitou as possibilidades de financiamento externo da economia portuguesa, ameaçando estrangulá-la, terá de passar pela recuperação da importância da poupança no discurso e na prática dos portugueses.

Subtraindo as remessas dos emigrantes, que desde o início do século XXI se tornaram irrelevantes, a poupança nacional nunca atingiu níveis muito elevados – desde finais dos anos 1970, excetuando o período 1987-1990, foi sempre inferior a 20% do rendimento disponível. No entanto, os desenvolvimentos das últimas décadas conjugaram-se para que a taxa de poupança nacional apresentasse uma tendência decrescente. Naqueles desenvolvimentos, a adesão à Comunidade Económica Europeia ocupa um lugar fundamental. Os primeiros anos de Portugal na CEE, antes da adesão ao euro, foram marcados por um forte crescimento económico e pelo desenvolvimento do "Estado Social". Nesse período, o nível de vida em Portugal convergiu de forma acelerada para o nível de vida médio europeu. Ao mesmo tempo, procedeu-se à estabilização nominal da economia portuguesa, com a redução das taxas de juro e da taxa de inflação. Outro dos símbolos deste período é o desenvolvimento do sistema financeiro português. A este desenvolvimento esteve associado o levantamento de restrições no acesso ao crédito. As famílias e as empresas portuguesas aproveitaram as novas possibilidades e aumentaram fortemente o seu endividamento, mesmo durante os anos posteriores à adesão ao euro, possivelmente embaladas pelas expectativas de que Portugal poderia continuar a crescer e a convergir com os países mais ricos.

Assistiu-se, assim, a uma redução da poupança nacional desde finais dos anos 1980, que resultou em 80% da redução do contributo das famílias e em 20% da redução do contributo das empresas. O contributo do sector público para a poupança nacional não apresentou esta tendência decrescente, mas foi quase sempre negativo ao longo destas décadas. Este contributo negativo refletiu-se no crescimento da dívida pública, em especial na primeira década do século XXI, que acabou por se revelar insustentável.

A grande queda da taxa de poupança das famílias deu-se entre o final dos anos 1980 e meados dos anos 1990. Como referimos acima, o sistema financeiro português desenvolveu-se muito nesse período, permitindo uma maior facilidade no acesso ao crédito. Naturalmente, as famílias fizeram uso dessa maior facilidade porque entenderam que seriam capazes de cumprir as obrigações decorrentes da obtenção desse crédito. Ou seja, do lado da procura também havia condições favoráveis ao crescimento do endividamento. Essas condições resultavam, em primeiro lugar, do contraste visível entre este período e o período imediatamente anterior, no qual Portugal viveu uma crise de pagamentos que exigiu a intervenção do Fundo Monetário Internacional e a execução de um programa de austeridade. Em segundo lugar, a adesão à CEE produziu um choque muito positivo nas expectativas dos portugueses, que a retoma do crescimento económico e o usufruto das amenidades proporcionadas pela ação do Estado só vieram confirmar. Assim, o consumo privado em Portugal aumentou para um dos níveis mais elevados, em percentagem do rendimento disponível, entre os países da OCDE. Ao contrário, a taxa de poupança das famílias desceu de quase 24% do rendimento disponível em 1985 para 10% no final dos anos 1990. Desde então tem estado estável, à exceção do período 2005-2008, no qual baixou para 7%. Esta queda terá resultado do aumento da taxa de juro neste período, à qual as famílias terão reagido, dado o elevado nível de endividamento, com a redução da poupança, em vez de reduzirem o consumo.

No entanto, é importante salientar a elevada concentração da poupança em Portugal: quase 90% da poupança das famílias portuguesas é feita por apenas 20% dessas famílias. As taxas de poupança das famílias que mais contribuem para a poupança chegam aos 50% do rendimento. No outro extremo temos 30% de famílias que apresentam poupança negativa. Note-se que os reformados aparentam poupar mais 20% do que os outros agregados familiares.

Quanto às empresas, há a destacar a relação entre a redução da poupança das empresas não financeiras e o aumento do pagamento de juros e de dividendos a partir de 2004. Uma análise mais fina mostra que o pagamento de juros e de dividendos está

multíssimo concentrada: 5% das empresas que pagam juros são responsáveis pelo pagamento de cerca de 85% dos juros totais e 5% das empresas que distribuem dividendos são responsáveis pela distribuição de cerca de 88% dos dividendos totais. Trata-se, em geral, de grandes empresas, de sectores relacionados com as indústrias transformadoras, a produção de eletricidade e gás, atividades imobiliárias e construção.

No âmbito da crise da dívida que a economia portuguesa atravessa, e dada a importância que o aumento da poupança terá no processo de recuperação, coloca-se a questão do papel do Estado na promoção da poupança. A experiência noutros países mostra que o efeito das políticas de incentivo à poupança, nomeadamente as de cariz fiscal, é ambíguo. Para além disso, as dificuldades orçamentais que o Estado português vive e viverá nos próximos anos reduzem as possibilidades de promoção da poupança via incentivos fiscais. De facto, a tendência dos últimos anos tem sido de redução drástica e eliminação na maioria dos casos. Para além disso, um Estado que é visto como dissipador terá sempre grandes dificuldades em promover de forma eficaz e credível a poupança e a redução do endividamento. Assim, e dada a sua contribuição fortemente negativa para a poupança nacional, pensamos que o melhor contributo que o Estado poderá dar para o desígnio do aumento da poupança da economia portuguesa será ele próprio poupar. Um segundo contributo seria todas as medidas de política económica terem em consideração o seu impacto sobre a poupança. Um terceiro contributo seria a defesa da estabilidade e previsibilidade das políticas de promoção de poupança que forem adotadas, condição essencial para o seu sucesso. Alterações como as que tiveram lugar, em 2006 e 2008, na remuneração dos certificados de aforro são incompatíveis com a existência de uma relação de confiança entre o Estado e os aforradores.

No âmbito de políticas públicas de promoção da poupança consideramos essencial a divulgação junto da população do efeito da reforma da segurança social de 2007 sobre as pensões de reforma das gerações mais jovens. O sistema de repartição da segurança social é um dos fatores explicativos da baixa taxa de poupança. A tomada de consciência das gerações mais novas de que os descontos para a segurança social não terão como compensação pensões de reforma que lhes permitam manter os níveis de vida da vida ativa terá duas consequências: um aumento da taxa de poupança daqueles indivíduos e um aumento da pressão social para a reestruturação do atual sistema de repartição, em direção a um sistema de capitalização. No entanto, a transição do sistema de repartição para um sistema de capitalização não se fará sem custos.

No âmbito das políticas sociais é também proposta a criação de um plano de poupança desemprego, que poderia ser financiado pelo trabalhador e pelo empregador, e que substituiria o atual sistema de subsídio de desemprego. Este plano serviria simultaneamente como uma poupança para financiar períodos de desemprego e como conta poupança dos trabalhadores. Muitos dos problemas de incentivos do atual sistema seriam eliminados.

Finalmente, dado que a poupança é uma decisão que envolve o presente e o futuro, e que o horizonte temporal que os indivíduos consideram nas suas decisões é influenciado por aspetos comportamentais, pelo nível de literacia financeira, pela qualidade da informação relativa aos produtos financeiros ou pelo facto de as escolhas dos consumidores revelarem a existência de inércia, vários autores têm sugerido a importância de oferecer produtos simples e acessíveis à população em geral, bem como produtos que beneficiem da inércia que caracteriza os consumidores. De facto, alguns programas de poupança recentemente promovidos por bancos portugueses baseiam-se naqueles princípios. Estes programas de promoção e captação da poupança podem ser uma forma eficaz de promover a poupança na economia portuguesa, dado que a maioria da população, que não tem hábitos de poupança, tem de ser atraída para este tipo de produtos. Todavia, o lançamento de produtos financeiros que procuram tirar proveito da inércia presente no comportamento dos consumidores deverá ser devidamente regulada e supervisionada pelo Banco de Portugal e/ou Instituto de Seguros de Portugal e/ou Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Para concluir, é importante referir que as perspetivas do recuo do Estado Social, motivadas pelas dificuldades de financiamento do Estado e pela dinâmica demográfica, e o aumento das restrições no acesso ao crédito, dois dos principais fatores explicativos da quebra da taxa de poupança nas últimas décadas em Portugal e nos países desenvolvidos, bem como a imperiosa necessidade de reduzir o défice externo, sugerem que a taxa de poupança poderá conhecer uma tendência crescente nos próximos anos. Os indicadores económicos indiciam que essa tendência poderá estar já a ocorrer.

# Índice geral

1. Introdução.....	1
2. Poupança: importância macroeconómica e panorama internacional.....	5
2.1. Poupança e balança de pagamentos .....	6
2.2. Poupança, investimento e desequilíbrios mundiais .....	7
2.3. Poupança no contexto da União Económica e Monetária.....	14
2.4. Conclusão .....	22
3. O enquadramento macroeconómico da poupança em Portugal.....	24
3.1. Crescimento e estagnação .....	25
3.1.1. 1986-1998: o sucesso dos primeiros anos.....	25
3.1.2. 1999-2010: estagnação e aumento do desemprego .....	28
3.2. Convergência nominal e estabilidade macroeconómica .....	29
3.3. Sistema financeiro, riqueza e endividamento .....	32
3.3.1. O desenvolvimento do sistema financeiro.....	33
3.3.2. Indicadores de desenvolvimento financeiro e endividamento.....	36
3.3.3. Composição da riqueza das famílias.....	39
3.4. Estado Social .....	46
3.5. O declínio da poupança e o endividamento externo da economia portuguesa ...	49
3.6. A poupança do Estado .....	54
3.7. Conclusão .....	57
4. A poupança das famílias e das empresas.....	59
4.1. A poupança das famílias .....	59
4.1.1. Rendimento, consumo e poupança.....	59
4.1.2. Teorias da poupança .....	65
4.1.3. Um modelo econométrico da taxa de poupança das famílias em Portugal...	68
4.1.4. Análise microeconómica da poupança das famílias .....	74
4.1.4.1. Análise da distribuição da poupança .....	74
4.1.4.2. Análise microeconómica da poupança das famílias .....	78
4.2. A poupança das empresas .....	83
4.2.1. Sociedades não financeiras .....	84
4.2.2. Sociedades financeiras .....	92
4.3. Conclusão .....	93
5. Aplicações financeiras e poupança das famílias.....	95
5.1. Aplicações financeiras: uma análise microeconómica .....	95

5.1.1. Distribuição assimétrica da riqueza financeira das famílias.....	96
5.1.2. Análise dos fatores determinantes das principais aplicações financeiras .....	98
5.1.2.1. Ações .....	98
5.1.2.2. Certificados de aforro .....	99
5.1.2.3. Depósitos a prazo.....	100
5.1.2.4. Fundos de investimento .....	101
5.2. Produtos de poupança das seguradoras .....	101
5.2.1. Caracterização geral da despesa em seguros .....	102
5.2.2. Perfil dos adquirentes de produtos de seguro .....	103
5.2.3. Propensão a investir em PPR .....	106
5.2.4. Montante aplicado em PPR .....	109
5.3. Conclusão .....	111
6. Políticas públicas e a poupança.....	112
6.1. Poupança ótima .....	113
6.1.1. A regra de ouro .....	113
6.1.2. O paradoxo da poupança.....	115
6.2. Tributação e benefícios fiscais .....	117
6.2.1. Tributação direta vs. tributação indireta .....	117
6.2.1.1. Fiscalidade indireta.....	118
6.2.1.2. Fiscalidade direta .....	118
6.2.1.3. Qual o sistema que mais penaliza a poupança?.....	119
6.2.1.4. Diferentes perspetivas relativamente a impostos progressivos.....	123
6.2.2. Benefícios fiscais .....	124
6.3. Propostas para promover a poupança.....	126
6.3.1. Certificados Aforro: exemplo de uma política errática .....	127
6.3.2. Educação e literacia financeira .....	128
6.3.3. Financiamento das pensões de reforma .....	130
6.3.4. Subsídio e Plano Poupança Desemprego.....	138
6.3.5. Planos de poupança emigrante.....	139
6.3.6. Promoção de um inquérito à poupança.....	140
6.3.7. Planos de poupanças automáticas.....	141
6.4. Conclusão .....	142
7. Conclusão.....	144
8. Referências .....	149
9. Apêndices.....	153



9.1. A poupança nas contas nacionais .....	153
9.2. Caracterização dos agregados familiares no Inquérito às Despesas das Famílias .....	154
9.3. Caracterização das despesas das famílias.....	155
9.4. Comparação do perfil de poupança em 1995, 2000 e 2006.....	158
9.5. Breve descrição da metodologia usada para variáveis binárias.....	159
9.6. Informação no Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias.....	160
9.7. Pensões de Reforma.....	171
9.7.1. Segurança Social (sistema de repartição).....	172
9.7.2. Segurança Social (sistema de capitalização) .....	173

## Índice de tabelas

Tabela 4-1: Estimção da tendncia de longo prazo da taxa de poupança.....	73
Tabela 4-2: Estimção da dinmica de curto prazo da taxa de poupança.....	73
Tabela 4-3: Fatores determinantes da poupança – modelo de regressão linear .....	79
Tabela 4-4: Fatores determinantes da poupança negativa – modelo <i>probit</i> .....	81
Tabela 5-1: Média de cada um dos tipos de investimento por região.....	97
Tabela 5-2: Mediana de cada um dos tipos de investimento por região.....	97
Tabela 5-3: Fatores determinantes da aquisio de seguros – modelo <i>probit</i> .....	105
Tabela 6-1: Despesa Fiscal (milhes de euros) .....	125
Tabela 6-2: Valor da pensão de reforma.....	135
Tabela 9-1: Distribuio do peso de cada um das componentes da despesa por decil de rendimento (2005/2006).....	156
Tabela 9-2: Distribuio do peso de cada um das componentes da despesa por decil de rendimento (2000) .....	157
Tabela 9-3: Distribuio do peso de cada um das componentes da despesa por decil de rendimento (1995) .....	158
Tabela 9-4: Estimção dos fatores determinantes do investimento em PPR - modelo <i>probit</i> , coeficientes .....	162
Tabela 9-5: Estimção dos fatores determinantes do investimento em PPR - modelo <i>probit</i> , efeitos marginais.....	166

## Índice de figuras

Figura 2-1: Balança corrente em alguns países emergentes (% PIB) .....	8
Figura 2-2: Poupança em alguns países emergentes (% PIB) .....	9
Figura 2-3: Investimento em alguns países emergentes (% PIB) .....	9
Figura 2-4: Balança corrente nas principais áreas económicas (% PIB) .....	10
Figura 2-5: Investimento nas principais áreas económicas (% PIB) .....	12
Figura 2-6: Poupança nas principais áreas económicas (% PIB) .....	12
Figura 2-7: Greenspan's <i>conundrum</i> (%) .....	13
Figura 2-8: Balança corrente em países do euro excedentários (% PIB) .....	15
Figura 2-9: Balança corrente em países do euro deficitários (% PIB) .....	15
Figura 2-10: Taxa de poupança países do euro excedentários (% PIB) .....	16
Figura 2-11: Taxa de poupança dos países do euro deficitários (% PIB) .....	16
Figura 2-12: Taxa de juro para efeitos dos critérios de convergência (%) .....	17
Figura 3-1: Taxa de crescimento real do PIB (%) .....	26
Figura 3-2: Portugal-UE15: diferencial de crescimento anual do produto <i>per capita</i> em volume no período 1986-2009 (pp) .....	26
Figura 3-3: Taxa de desemprego (%) .....	27
Figura 3-4: Taxa de inflação (% , calculada com base no IPC) .....	29
Figura 3-5: Taxas de juro real e nominal de longo prazo (%) .....	30
Figura 3-6: Taxas de juro de longo prazo (%) .....	31
Figura 3-7: Indicadores de desenvolvimento financeiro .....	36
Figura 3-8: Endividamento das famílias (% RD) .....	37
Figura 3-9: Crédito por finalidade (%) .....	38
Figura 3-10: Empréstimos das outras instituições financeiras monetárias a sociedades não financeiras (% PIB) .....	39
Figura 3-11: Taxa de poupança (% PIB) e riqueza líquida (% RD) das famílias .....	40
Figura 3-12: Composição da riqueza das famílias (% RD) .....	41
Figura 3-13: Riqueza em habitação das famílias (% RD) .....	41

Figura 3-14: Riqueza financeira das famílias (% RD) .....	42
Figura 3-15: Composição da riqueza das famílias (% da riqueza total) .....	42
Figura 3-16: PSI geral.....	43
Figura 3-17: Composição dos depósitos das famílias (% dos depósitos totais).....	46
Figura 3-18: Despesas do Estado em saúde (% PIB) .....	47
Figura 3-19: Despesas em educação (% PIB) .....	48
Figura 3-20: Despesas da Segurança Social (% PIB) .....	48
Figura 3-21: Poupança, investimento e balança corrente (% PIB) .....	50
Figura 3-22: Contributos para a taxa de poupança (% RD).....	51
Figura 3-23: Decomposição da balança corrente (% PIB).....	52
Figura 3-24: Capacidade líquida de financiamento (% PIB) .....	53
Figura 3-25: Posição de investimento internacional (% PIB) .....	54
Figura 3-26: Receitas, despesas e saldo orçamental (% PIB).....	55
Figura 3-27: Despesa corrente (% PIB) .....	56
Figura 3-28: Despesa de consumo final (% PIB).....	56
Figura 3-29: Dívida pública (% PIB) .....	57
Figura 4-1: Rendimento disponível bruto, consumo e poupança das famílias (% RND) 61	
Figura 4-2: Taxa de crescimento nominal do consumo e do rendimento disponível das famílias .....	63
Figura 4-3: Peso do consumo (% RD Nacional).....	64
Figura 4-4: Taxa de poupança com e sem remessas dos emigrantes (% RD) .....	64
Figura 4-5: Rácio entre a riqueza das famílias e o rendimento disponível.....	70
Figura 4-6: Taxa de juro Euribor (%).....	71
Figura 4-7: Simulação do modelo .....	72
Figura 4-8: Distribuição da poupança, em percentagem da poupança total, por decis de poupança (%) .....	75
Figura 4-9: Taxa de poupança, em percentagem do rendimento, por decis de poupança (%).....	76
Figura 4-10: Distribuição da poupança em percentagem da poupança total, por decis de rendimento (%) .....	76

Figura 4-11: Taxa de poupança em percentagem do rendimento, por decis de rendimento (%) .....	77
Figura 4-12: Contributo das empresas para a poupança (% RDB).....	83
Figura 4-13: Poupança das sociedades não financeiras (SNF) e das sociedades financeiras (SF) (milhões de euros) .....	84
Figura 4-14: Poupança das sociedades não financeiras (milhões de euros) .....	85
Figura 4-15: Saldo dos rendimentos primários das sociedades não financeiras (milhões de euros) .....	86
Figura 4-16: Rendimentos de propriedade pagos (sociedades não financeiras, milhões de euros) .....	86
Figura 4-17: Distribuição dos dividendos, em percentagem dos dividendos totais, por vintis de dividendos .....	88
Figura 4-18: Peso dos sectores nos dividendos totais .....	89
Figura 4-19: Peso dos juros nos custos totais por sector (%).....	90
Figura 4-20: Distribuição dos juros, em percentagem dos juros totais, por vintis de juros .....	90
Figura 4-21: Peso dos sectores nos juros totais.....	91
Figura 4-22: Poupança das sociedades financeiras (milhões de euros).....	92
Figura 4-23: Saldo dos rendimentos primários das sociedades financeiras (milhões de euros) .....	93
Figura 5-1: Peso dos diferentes tipos das despesas em seguros: 2000.....	103
Figura 5-2: Peso dos diferentes tipos das despesas em seguros: 2006.....	103
Figura 6-1: Taxa de poupança (% RNB, média no período 2000-2005) .....	115
Figura 6-2: Pensões de reforma e população ativa .....	132
Figura 6-3: Projeções para o peso das reformas no PIB.....	132
Figura 6-4: Taxa de substituição líquida para 10 países da OCDE, assalariado médio	134

# 1. Introdução

---

A globalização financeira iniciada nos anos 1970, e que acelerou a partir dos anos 1980, contribuiu para a desconexão entre a poupança e o investimento nacionais. Um dos reflexos desta alteração foi o aumento dos saldos, quer positivos, quer negativos, das balanças correntes em muitos países. Estes saldos avolumaram-se desde a década de 1990 nos Estados Unidos e, desde a criação da zona euro, em alguns países da União Europeia. Apesar de vários episódios de crises financeiras durante as décadas de 1980 e de 1990, até à crise financeira internacional de 2007, com raras exceções, como foi o caso de Kenneth Rogoff, economistas e decisores de política económica desvalorizaram os perigos daqueles desequilíbrios externos – ver Alexandre *et al.* (2009a). Esse sentimento foi partilhado pela generalidade dos economistas e decisores de política económica que analisaram a evolução da economia portuguesa no período anterior à crise financeira internacional.

Como aconteceu em muitos outros países, os elevados défices externos da economia portuguesa foram acompanhados por uma acentuada e contínua redução da taxa de poupança, depois de ter atingido um máximo no início dos anos 1970. A partir desta altura, a taxa de poupança da economia portuguesa iniciou uma trajetória descendente, que acelerou no início dos anos 1990 e se manteve até à crise financeira internacional. Esta trajetória apenas foi interrompida com as crises de pagamentos externos dos anos 1970 e 1980. Apesar de Portugal ter ainda bem presentes as duas intervenções do Fundo Monetário Internacional nas décadas de 1970 e 1980, depois da adesão ao euro, instalou-se na sociedade portuguesa o sentimento de que *desta vez seria diferente*.

Da análise da evolução da taxa de poupança da economia portuguesa, destaca-se a redução da poupança das famílias e das empresas e ainda a contribuição negativa do sector Estado na maioria do período, tendo-se agravado em 2009 e 2010.

Na teoria económica são geralmente identificados quatro motivos para as famílias pouparem: financiar a reforma ou acumular herança; financiar a compra de habitação, bens de consumo duradouro ou despesas com educação; financiar o consumo em períodos de quebra incerta do rendimento, sendo neste caso a precaução o motivo da poupança; e garantir um padrão de consumo estável ao longo da vida. Daqui resulta que o comportamento das famílias em relação à poupança é influenciado por variáveis como

as taxas de juro, o desenvolvimento do sistema financeiro, as políticas sociais, a política orçamental, a variação da riqueza líquida, a demografia, a incerteza em relação aos rendimentos futuros e a variação da taxa de crescimento do PIB. No entanto, apesar da importância que a variável poupança tem para a dinâmica das economias, os resultados dos estudos que analisam os fatores que influenciam a poupança têm sido inconclusivos. Face a estes resultados, alguns autores, como Axel Börsch-Supan e Lothar Essig, salientam o papel que reações menos racionais e a influência de normas socioculturais podem ter nas decisões de poupança. O sociólogo alemão Max Weber, nas primeiras décadas do século XX, destacou a importância da ética protestante, que favorecia um comportamento austero e frugal, isto é, propício à poupança, no desenvolvimento do capitalismo. Também Raghuram Rajan, professor da Universidade de Chicago, ao descrever a recuperação da economia japonesa no pós Segunda Guerra Mundial, realça o papel do patriotismo para explicar as elevadas taxas de poupança que a tornaram possível. Na explicação da redução das taxas de poupança não é por isso possível ignorar fatores, como o consumismo, que caracterizam as sociedades contemporâneas, em particular, as suas classes médias.

A importância macroeconómica da poupança foi desvalorizada nas últimas décadas. Contudo, a crise financeira, ao limitar as possibilidades de financiamento da economia portuguesa junto do exterior, reposicionou a poupança como uma variável crucial no processo de ajustamento dos desequilíbrios externos. Uma economia fortemente endividada como a portuguesa, no contexto de grande incerteza e dificuldade de acesso aos mercados internacionais, só poderá ultrapassar a atual crise aumentando de forma muito significativa a poupança nacional.<sup>1</sup> As perspetivas de recuo do Estado Social e de aumento das restrições no acesso ao crédito, dois dos principais fatores explicativos da quebra da taxa de poupança nas últimas décadas nos países desenvolvidos, sugerem que a taxa de poupança poderá conhecer uma tendência crescente nos próximos anos. A reação dos países do Leste Asiático, no final dos anos 1990 (*vide* secção 2.2), sugere que as famílias, as empresas e o Estado português poderão, na sequência da crise financeira, vir a adotar um comportamento mais cauteloso quanto ao endividamento, favorecendo o financiamento de despesas com poupança gerada internamente.

No contexto de fortes restrições orçamentais, as opções de política para promover a poupança ficam limitadas, nomeadamente no que diz respeito à atribuição de benefícios fiscais. Todavia, há alguns princípios que o Estado, se tiver como objetivo promover de

---

<sup>1</sup> Vítor Bento tem sido uma das principais vozes a chamar a atenção para esta dimensão da crise da economia portuguesa – ver, por exemplo, Bento (2009).

forma eficaz a poupança, deve ter sempre presentes. Em primeiro lugar, as suas políticas devem ser estáveis e previsíveis para os aforradores. Por exemplo, alterações como as que tiveram lugar em 2006 e 2008, na remuneração dos certificados de aforro, são incompatíveis com a existência de uma relação de confiança entre o Estado e os aforradores. Em segundo lugar, qualquer política económica deve ser avaliada pelo seu impacto na poupança. Finalmente, dada a contribuição fortemente negativa do Estado para a poupança nacional, o melhor contributo que este poderia dar para aquele desígnio seria ele próprio poupar.

O objetivo deste estudo é analisar o comportamento da poupança na economia portuguesa nas últimas décadas, enquadrando-a no contexto internacional e procurando destacar os elementos mais importantes para a evolução da poupança em Portugal, tanto no passado recente como no futuro próximo. Este trabalho adota uma abordagem do geral para o particular. Por outras palavras, começamos por apresentar o enquadramento macroeconómico internacional, daí passamos ao enquadramento macroeconómico nacional e, finalmente, ao comportamento setorial e individual da poupança em Portugal.

Assim, no capítulo 2 descrevemos a importância macroeconómica da poupança e o contexto internacional. Argumentamos que a globalização financeira permitiu que a poupança nacional se desligasse do investimento, originando grandes défices e excedentes externos em vários países. Descrevemos também como a perceção dos perigos destes desequilíbrios, quer dentro da União Europeia, quer dentro de Portugal, evoluiu de uma visão realista para uma visão que a crise atual revelou ser demasiado otimista.

No capítulo 3 traçamos o contexto macroeconómico, com ênfase nos fatores que influenciaram a evolução da poupança. Mostramos que a uma estabilização nominal esteve associada uma deterioração da economia real. Simultaneamente, um forte desenvolvimento financeiro permitiu que desaparecesse grande parte das restrições de liquidez que as famílias e empresas enfrentavam até ao início dos anos 1990, reunindo-se assim as condições para um aumento do endividamento dos privados. Tal aumento foi também acompanhado por um aumento da dívida pública. Inevitavelmente, o rácio da dívida pública adquiriu uma trajetória insustentável que culminou na crise da dívida soberana.

No capítulo 4 analisamos a evolução da poupança das famílias e das empresas, dos pontos de vista agregado e individual. Tanto no caso das famílias como no caso das empresas, a heterogeneidade é a característica dominante. No caso das famílias concluímos que a poupança está fortemente concentrada num pequeno subconjunto de



indivíduos. No caso das empresas a nossa análise sugere que a diminuição da poupança na última década resulta de um aumento muito acentuado no pagamento de juros e na distribuição de dividendos, que se encontram concentrados num número muito reduzido de empresas.

No capítulo 5 descrevemos com algum detalhe microeconómico o perfil do investidor português, no que respeita à compra de aplicações financeiras.

No capítulo 6 discutimos o papel e a eficácia das políticas públicas na promoção da poupança, apresentando também algumas propostas concretas de políticas, como o plano poupança desemprego. O capítulo 7 reflete sobre as conclusões gerais a que chegámos ao longo do nosso estudo sobre a poupança em Portugal.

## 2. Poupança: importância macroeconómica e panorama internacional

---

A globalização financeira, iniciada nos anos 1970, permitiu que a poupança nacional se desligasse de forma significativa do investimento, dando origem a um aumento dos défices e excedentes externos observados desde então. Esta desconexão entre investimento e poupança nacional, cuja taxa apresentou em muitos países uma tendência decrescente, foi desvalorizada por economistas e decisores de política. De facto, até à crise financeira internacional prevaleceu a visão benigna dos efeitos da liberalização financeira, apesar das sucessivas crises financeiras associadas a fluxos de capitais significativos, que desde o início da década de 1980 atingiram a economia mundial.

O agravamento do défice externo da economia americana, por muitos considerado insustentável, e o agravamento das crises da dívida soberana na área do euro na sequência da crise financeira internacional trouxeram a questão da correção dos desequilíbrios globais para agenda política das instituições responsáveis pelo sistema monetário internacional. De entre as medidas de ajustamento sugeridas, têm sido salientadas as intervenções no mercado cambial, um maior controlo do movimento de capitais e até a imposição de restrições ao comércio internacional, ou seja, o regresso do protecionismo. Nesta discussão, tem também sido referida a necessidade de os países deficitários ajustarem o padrão de consumo às possibilidades de produção das suas economias. De facto, estes dois problemas estão relacionados, dado que os défices da balança corrente podem, numa certa perspetiva, ser entendidos como um problema de escassez de poupança nacional. Por exemplo, como mostramos abaixo, na área do euro os défices externos têm estado associados a taxas de poupança baixas e/ou decrescentes – sendo a Espanha e a Irlanda as duas exceções.

Na secção 2.1 descrevemos a relação entre poupança e balança de pagamentos. Na secção 2.2 analisamos a relação entre desequilíbrios externos e taxa de poupança nas principais áreas da economia mundial. Finalmente, na secção 2.3 descrevemos os desequilíbrios externos na área do euro e o seu significado e relação com a taxa de poupança.

## 2.1. Poupança e balança de pagamentos

Depois de muitos anos afastada das discussões políticas, a crise da dívida soberana, que afeta a economia portuguesa e outras economias da área do euro, colocou novamente o problema da balança de pagamentos no centro das atenções. No fundo, esta discussão é um retorno a um tema muito popular nos anos 1970 e 1980, época em que dificilmente se encontraria alguém que não tivesse ouvido falar da balança de pagamentos e dos problemas que Portugal tinha com as suas contas externas. Numa certa perspetiva, que desenvolveremos de seguida, o problema da balança de pagamentos não é mais do que um problema de escassez de poupança nacional.

O saldo da balança de pagamentos depende do comportamento da poupança e do investimento. Na contabilidade nacional, a poupança é a parte do rendimento disponível do país que não é utilizada em despesas de consumo (seja pelos particulares, seja pelo Estado), ficando disponível para financiar o investimento em bens de capital (seja pelas empresas, pelos particulares, ou pelo Estado) e a redução de dívidas ao, ou o aumento de créditos sobre, o resto do mundo. A redução de dívidas ao, ou o aumento de créditos sobre o, resto do mundo equivale, em certo sentido, ao saldo da balança corrente. Daqui resulta uma igualdade que importa reter:

$$Poupança - Investimento = Saldo da Balança Corrente \quad (2.1)$$

Esta igualdade também pode ser escrita doutras formas:

$$\begin{aligned} \text{Saldo da Balança Corrente} \\ = \text{Rendimento Disponível} - \text{Consumo} - \text{Investimento} \end{aligned} \quad (2.2)$$

$$\begin{aligned} \text{Saldo da Balança Corrente} \\ = \text{Exportações} - \text{Importações} \\ + \text{Saldo dos Rendimentos Primários e das Transferências Correntes} \end{aligned} \quad (2.3)$$

O conhecimento destas igualdades permite entender melhor muitas das discussões sobre política económica, taxas de câmbio e competitividade.<sup>2</sup> A equação (2.1) diz-nos que uma descida da poupança, mantendo-se constante o investimento, levará a um défice externo, ou seja, a um aumento da dívida ao exterior. Se a mobilidade do capital for reduzida, a

---

<sup>2</sup> Para uma discussão aprofundada destas identidades ver, por exemplo, Barry Bosworth (1993).

capacidade de recorrer ao crédito externo será limitada, e a poupança não poderá ser muito diferente do investimento. A equação (2.2) diz-nos que a existência de um défice externo significa que o país está a gastar (em bens de consumo ou de investimento) mais do que o seu rendimento e, neste sentido, está a viver acima das suas possibilidades. Repare-se que existem défices benignos: uma situação de défice será um bom sinal para a economia se corresponder à existência de confiança no futuro da economia, isto é, se se esperar que o investimento que está hoje a ser financiado por crédito externo venha a gerar rendimentos que aumentem o bem-estar nessa economia e permitam reembolsar o crédito obtido. A equação (2.3) chama a atenção para o papel do saldo da balança de bens e serviços. Apesar de não ser a única componente da balança corrente, é normalmente tida como a mais importante e acaba por ser muitas vezes o foco da atenção dos políticos, dos empresários, dos jornalistas e dos comentadores. Com efeito, na generalidade dos países, a discussão acerca dos défices correntes costuma centrar-se na questão da competitividade da respetiva produção nacional, seja relacionada com medidas protecionistas, com desvalorizações da moeda, com a produtividade, com o nível dos salários, ou com outros fatores que afetem os custos de produção. Por exemplo, em Portugal, tem sido um tema de intensa discussão a proposta de desvalorização fiscal via redução da taxa social única, como forma de fomentar as exportações, diminuir as importações e, assim, corrigir o défice da balança corrente.<sup>3</sup>

## 2.2. Poupança, investimento e desequilíbrios mundiais

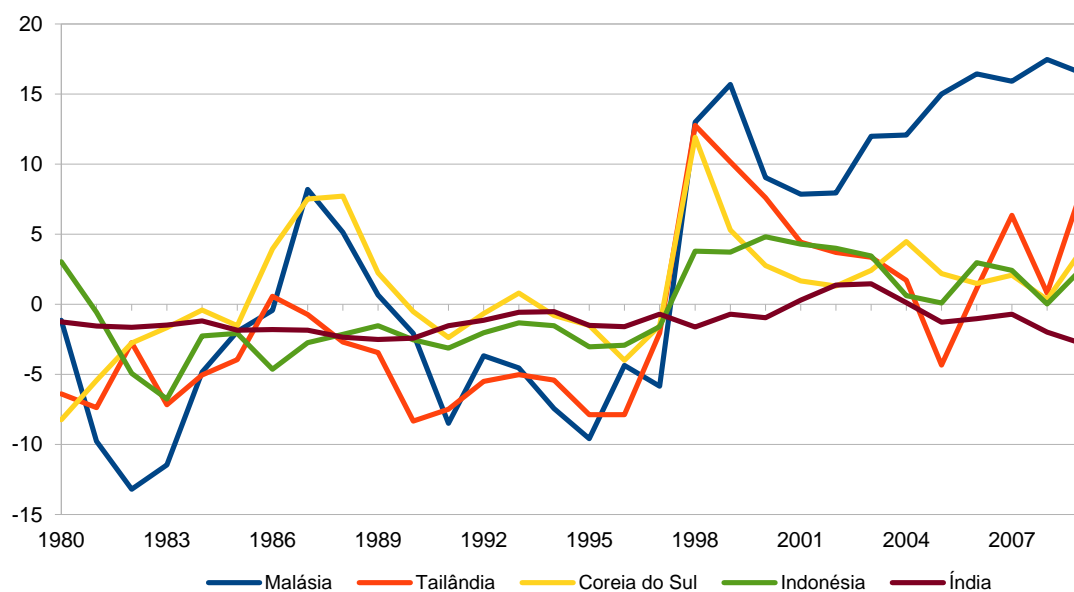
A liberalização dos movimentos de capitais e a consequente integração internacional dos mercados financeiros, acompanhando o desenvolvimento das empresas e bancos multinacionais, ganharam fôlego logo no início dos anos 1970, mas foi a partir do início da década de 1980 que se verificou uma aceleração importante. Este processo de integração internacional dos mercados financeiros, conhecido por “globalização financeira”, terá permitido que a poupança nacional se desligasse de forma significativa do investimento, tornando este menos dependente daquela e dando origem a excedentes/défices externos maiores do que os observados até então. De facto, a visão usual da situação anterior é representada pelo “*puzzle Feldstein-Horioka*”. Em 1980, Martin Feldstein e Charles Horioka publicaram um texto no qual mostravam a existência de uma associação muito forte entre as taxas de poupança e de investimento nacionais no período 1960-74. Isto é, naquele período a associação entre poupança nacional e investimento sugeria que a primeira determinava o segundo. Por outro lado, segundo

---

<sup>3</sup> Ver, por exemplo, Franco (2011) e Ministério das Finanças (2011).

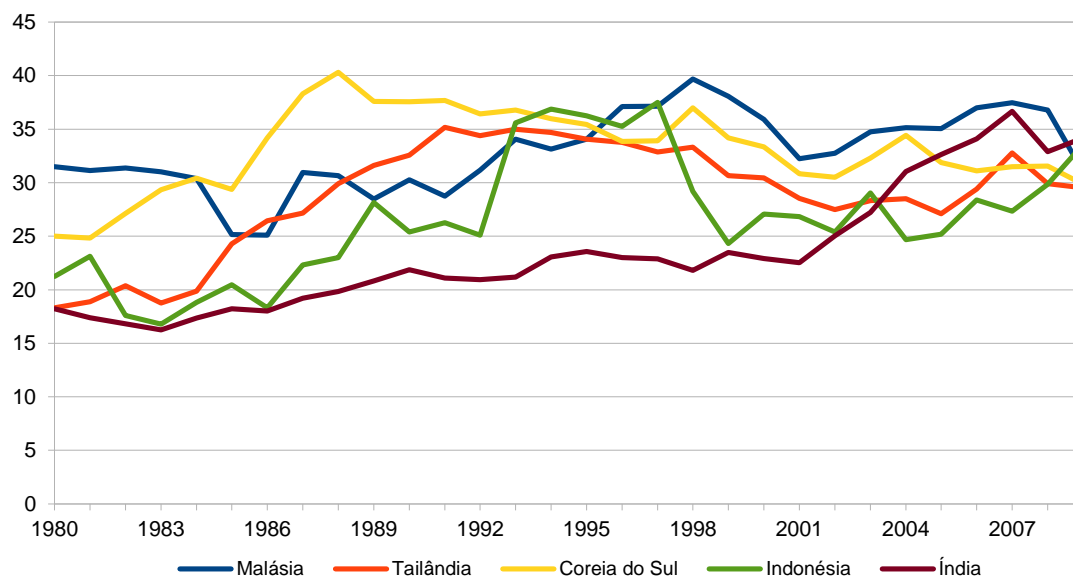
Feldstein e Horioka, este resultado demonstra a reduzida mobilidade do capital no período por eles estudado. A liberalização posterior dos movimentos de capitais terá reduzido esta ligação entre investimento e poupança ao nível nacional – ver, por exemplo, Taylor (2002).

Do ponto de vista da teoria liberal que suportou aquele processo de globalização financeira, o aumento da magnitude dos excedentes/défices externos era perfeitamente aceitável: significaria que os aforradores nos países com excedentes tinham encontrado oportunidades de investimento mais favoráveis nos países deficitários. A liberalização teria assim contribuído para melhorar a afetação dos recursos na economia mundial: os países por agora deficitários iriam beneficiar do investimento vindo do exterior e reencontrar o equilíbrio externo no futuro; os países excedentários beneficiariam da diversificação do risco proporcionada pela aquisição de ativos externos, com retornos menos dependentes da evolução da economia nacional. Nos anos 1980 e 1990, a economia mundial assistiu a várias crises financeiras associadas a fluxos de capitais significativos. Vale a pena referir que, em resultado dessas crises financeiras, vários países emergentes — vejam-se a Figura 2-1, a Figura 2-2 e a Figura 2-3 — decidiram alterar a sua estratégia: em vez de procurarem atrair capitais estrangeiros para financiar os investimentos na sua economia, procuraram antes financiar-se com poupança interna, passando a ter excedentes externos, de forma a acumular reservas de divisas que os protejam de futuras crises de pagamentos.



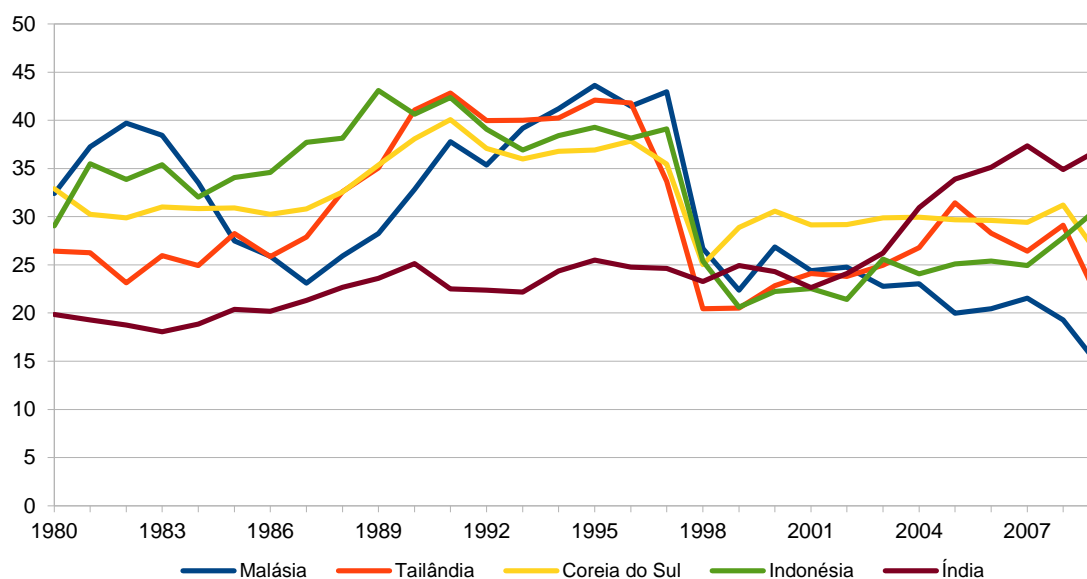
**Figura 2-1: Balança corrente em alguns países emergentes (% PIB)**

Fonte: World Economic Outlook.



**Figura 2-2: Poupança em alguns países emergentes (% PIB)**

Fonte: World Economic Outlook.



**Figura 2-3: Investimento em alguns países emergentes (% PIB)**

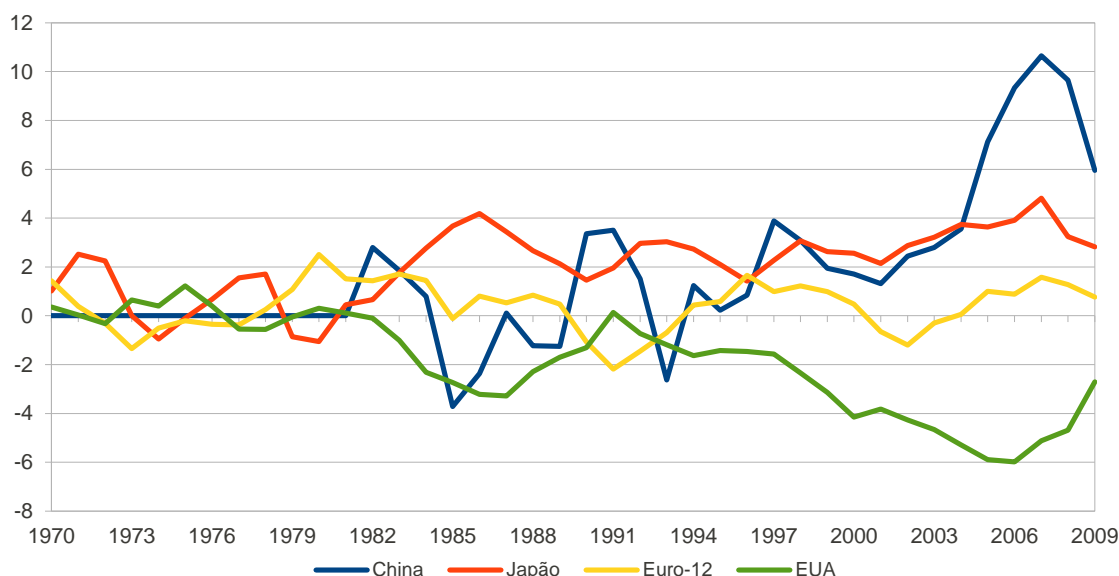
Fonte: World Economic Outlook.

Para alguns desses países, isto significou reduzir a taxa de investimento, que era extraordinariamente elevada, acima dos 35% do PIB. Isto pode parecer paradoxal, tendo em conta que se trata de países em vias de desenvolvimento, que precisariam de mais investimento para se aproximarem do nível de vida dos países mais desenvolvidos.

Porém, como argumentou o professor de economia na Universidade de Chicago, Raghuram Rajan<sup>4</sup>, essas economias podem não estar em condições de aproveitar devidamente níveis de investimento tão elevados; não basta investir, é preciso investir bem.

O facto de a estas crises financeiras se ter seguido uma recuperação rápida e os efeitos terem sido limitados a um grupo de países emergentes terá contribuído para a preponderância da visão benigna dos desequilíbrios externos por mais alguns anos. No entanto, o eclodir da crise financeira internacional de 2007 veio chamar a atenção para os efeitos nefastos dos desequilíbrios externos.<sup>5</sup> Em particular, ganharam popularidade as análises mais pessimistas quanto aos benefícios da integração financeira internacional, nomeadamente em relação aos desequilíbrios externos da República Popular da China e dos Estados Unidos. A coordenação internacional das políticas económicas (e.g., G20 e G8), bem como os controlos cambiais, voltaram a ser apresentados como instrumentos de política económica essenciais numa economia globalizada.

A Figura 2-4 mostra a evolução da balança corrente nas principais áreas económicas mundiais: China, Japão, Euro-12 (a área do euro com os 11 países fundadores e a Grécia) e os EUA.



**Figura 2-4: Balança corrente nas principais áreas económicas (% PIB)**

Fontes: Banco Mundial no caso da China e AMECO para os restantes.

<sup>4</sup> Rajan (2010).

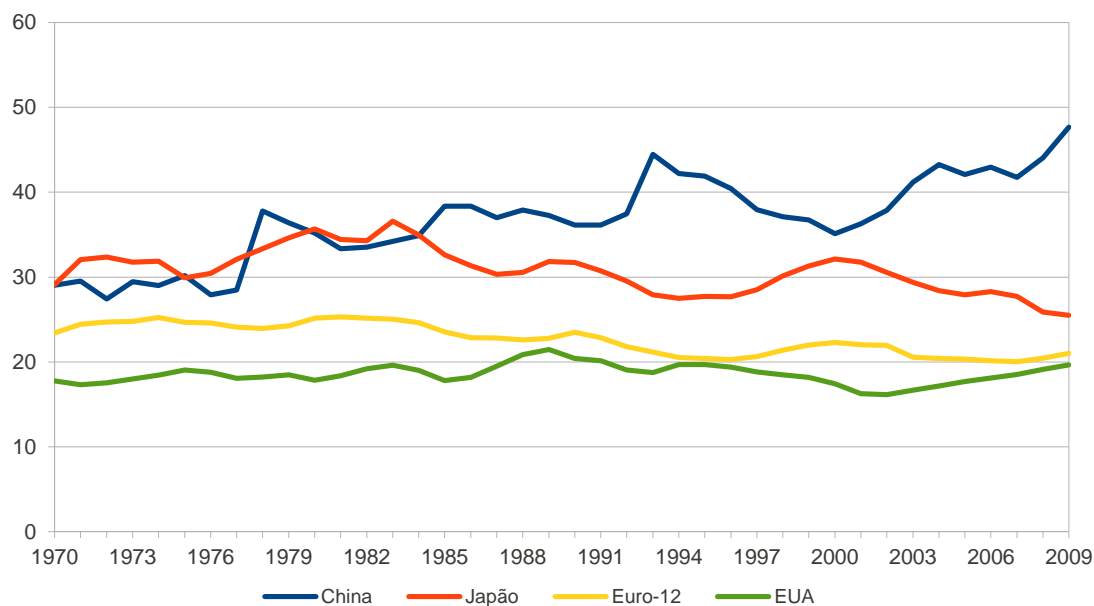
<sup>5</sup> Ver, por exemplo, Wolf (2009).

O primeiro comentário que a Figura 2-4 nos suscita diz respeito à amplitude dos saldos da balança corrente, a qual aumentou muito a partir dos anos 1980 (do intervalo de -2% a 2% para o intervalo de -4% a 4%) e ainda mais no século XXI (para o intervalo de -6% a 12%). Este aumento da amplitude, que também seria visível se tivéssemos acrescentado mais países à Figura 2-4, está certamente relacionado com o processo de globalização financeira mencionado acima, que facilitou a transferência de poupanças de um país para outro, e com o processo de globalização em geral, que aumentou as interligações entre os países e gerou maior necessidade de fazer transferências internacionais de fundos.

O segundo comentário aborda o comportamento dos países analisados. Na Figura 2-4 observam-se três comportamentos distintos: primeiro, a área do euro a 12 oscila entre défices e excedentes moderados; segundo, os EUA apresentam défices persistentes e, até recentemente, com tendência para aumentar; terceiro, o Japão, desde o início dos anos 1980, e a China, a partir de meados dos anos 1990, registam sistematicamente excedentes, com tendência para aumentarem no período imediatamente anterior à crise de 2007. O facto de os EUA serem deficitários significa que a procura de dólares pelo resto do mundo continua forte e o resto do mundo está a adquirir títulos de dívida e outros ativos nos EUA. A acumulação de ativos dos EUA por parte do resto do mundo significa que o resto do mundo está a financiar o investimento nos EUA, ou seja, que os capitais estão a dirigir-se para o país mais rico do mundo. Como vimos, após as crises financeiras dos anos 1990, os países em desenvolvimento adquiriram algum receio em relação à dependência de capital externo. Juntamente com outros países excedentários, como a China, o Japão e a Alemanha, financiaram a expansão do consumo nos países deficitários, como os EUA. Depois das recessões no início do século XXI, esta expansão do consumo nos EUA era vista como necessária para estimular a economia, não só americana, mas mundial.

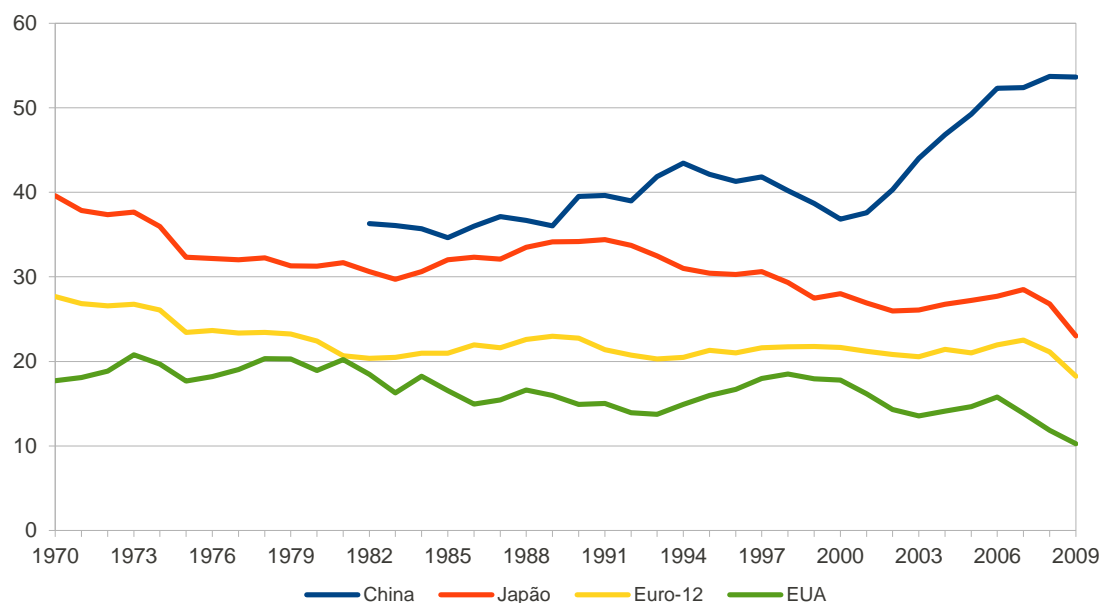
A Figura 2-5 e a Figura 2-6 mostram o comportamento do investimento e da poupança nas mesmas quatro áreas. No que diz respeito ao investimento, há a destacar o crescimento e o nível da taxa de investimento na China. Este comportamento contrasta com o decréscimo registado no Japão desde os anos 1980. De qualquer modo, a taxa de investimento nestes países permanece bem acima da observada na área do euro e nos EUA, que parecem ter convergido para valores perto dos 20% do PIB.





**Figura 2-5: Investimento nas principais áreas económicas (% PIB)**

Fontes: Banco Mundial no caso da China e AMECO para os restantes.

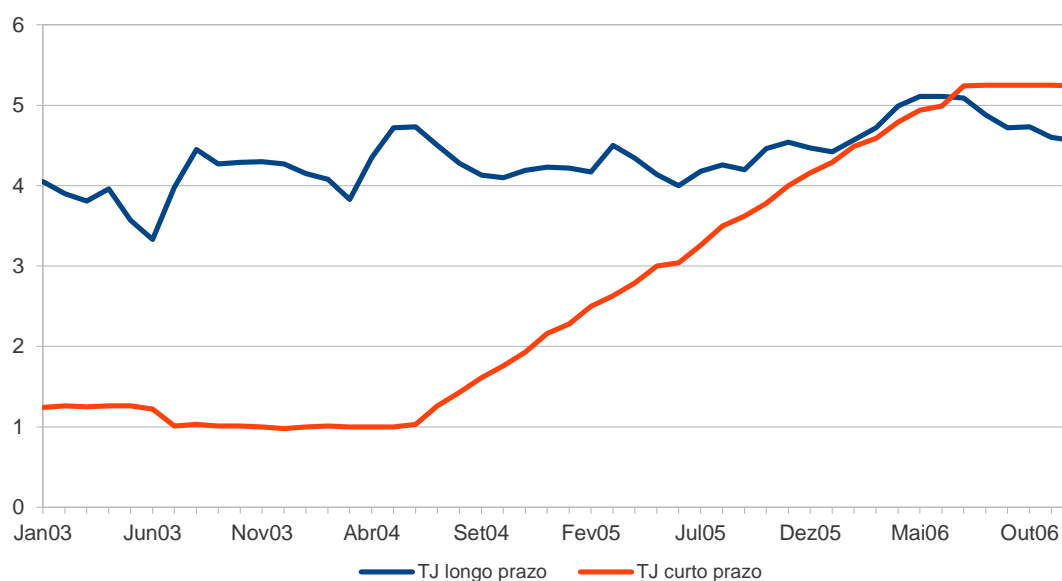


**Figura 2-6: Poupança nas principais áreas económicas (% PIB)**

Fontes: Banco Mundial no caso da China e AMECO para os restantes.

No que diz respeito ao comportamento da poupança (Figura 2-6), o facto mais saliente é o nível da taxa de poupança na China: muito mais elevado do que nas outras áreas e mesmo assim com tendência de crescimento nos primeiros anos do século XXI. O comportamento da taxa de poupança na China, pelas implicações que o desempenho

macroeconómico deste país tem para a economia global, tem sido objeto de muitas análises e discussões entre académicos e decisores políticos. A maioria dos estudos tem atribuído este comportamento da taxa de poupança da economia chinesa à ausência de políticas sociais no domínio da educação, da saúde e das pensões de reforma, e também à ineficiência do sistema financeiro deste país, em larga medida controlado por quatro bancos estatais que direcionam a poupança para o investimento em formação bruta de capital fixo, tornando o crédito ao consumo residual.<sup>6</sup> O comportamento da taxa de poupança na China contrasta com a tendência decrescente observada num grande número de países desenvolvidos nas últimas quatro décadas, também visível na Figura 2.6. No caso da área do euro, boa parte da descida ocorreu até ao início dos anos 1980, tendo depois permanecido relativamente estável. No caso do Japão, a descida acentuou-se a partir do início dos anos 1990, altura em que o Japão entrou numa crise que se arrasta desde então. Os esforços do governo japonês para reanimar a economia através de défices orçamentais explicam esta descida da taxa de poupança.



**Figura 2-7: Greenspan's *conundrum* (%)**

Fonte: Fred, *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

No caso dos EUA, a descida da taxa de poupança ocorreu essencialmente desde finais dos anos 1990, estando também associada aos défices orçamentais da administração Bush, resultantes em parte da descida dos impostos sobre os mais ricos, que tanta celeuma tem causado ultimamente. No entanto, outra importante causa da descida da

<sup>6</sup> Para uma análise dos fatores determinantes da taxa de poupança na República Popular da China ver, por exemplo, Chamon e Prasad (2008).

taxa de poupança nos EUA neste período terá sido a baixa taxa de juro de longo prazo. De facto, a taxa de juro de longo prazo manteve-se baixa mesmo quando a Reserva Federal aumentou a taxa de juro de referência – ver Figura 2-7. Esta circunstância ficou conhecida como “*Greenspan's conundrum*”<sup>7</sup>.

Uma explicação que tem sido avançada frequentemente para esta situação é exatamente o facto de os países em desenvolvimento terem uma grande preferência pela poupança e pela acumulação de reservas, ou seja, excedentes da balança corrente, estando dispostos a comprar títulos de dívida americanos mesmo a taxas de juro baixas. As taxas de juro baixas nos EUA, por sua vez, estimularam a redução da taxa de poupança das famílias americanas, o aumento do consumo e o endividamento (ajudado pela inovação financeira da titularização dos créditos), até que este se tornou insustentável e a crise financeira internacional de 2007 começou.

No entanto, outras explicações têm sido avançadas para a reduzida taxa de poupança das famílias americanas. Por exemplo, alguns autores atribuem parte da diferença entre a taxa de poupança das famílias americanas e europeias ao facto de as primeiras permanecerem no mercado de trabalho, em média, mais seis anos, reduzindo assim a necessidade de acumulação de poupança para o período de reforma.<sup>8</sup>

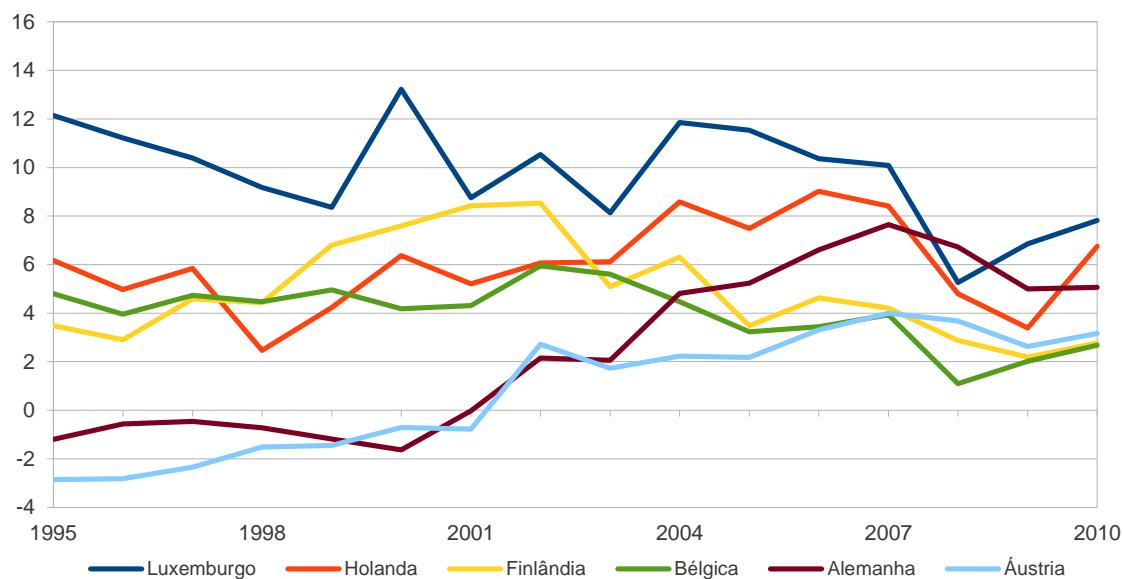
### 2.3. Poupança no contexto da União Económica e Monetária

Como vimos, no seu conjunto, a área do euro a 12 não apresenta grandes desequilíbrios externos. Contudo, dentro da área do euro também há uma grande heterogeneidade: de um lado temos países tradicionalmente vistos como excedentários – Figura 2-8 –, do outro temos países tradicionalmente vistos como deficitários – Figura 2-9. Entre os excedentários temos os países mais reticentes quanto aos planos que têm sido propostos para resolver a crise da dívida europeia, como a Alemanha e a Finlândia. Note-se que a Alemanha (tal como a Áustria) foi deficitária no período inicial da amostra. Entre os deficitários, temos os casos extremos da Grécia e de Portugal, apresentando défices externos com dimensões enormes de forma persistente. A Espanha não andou muito longe destes casos extremos, mas talvez se tenha afastado a tempo, com um corte de quase 5 pontos percentuais (pp) no seu défice externo em 2009. Os outros países incluídos neste grupo – França, Itália e Irlanda – eram, na parte inicial do período retratado na Figura 2-9, países com excedentes, ainda que relativamente pequenos.

---

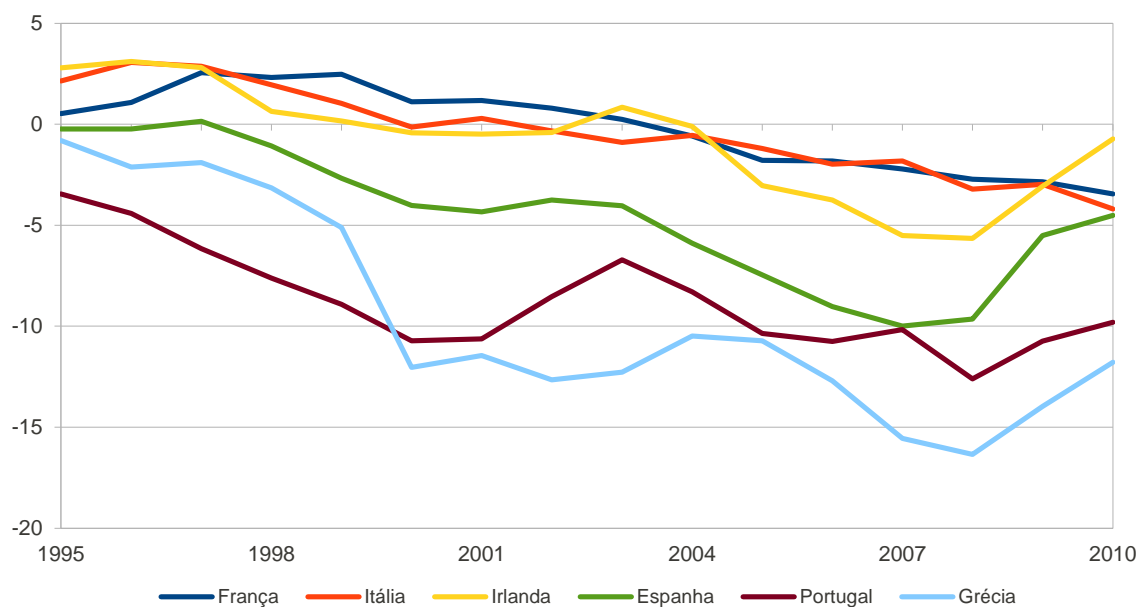
<sup>7</sup> *Conundrum*: mistério.

<sup>8</sup> Ver, por exemplo, Kirsanova e Sefton (2007).



**Figura 2-8: Balança corrente em países do euro excedentários (% PIB)**

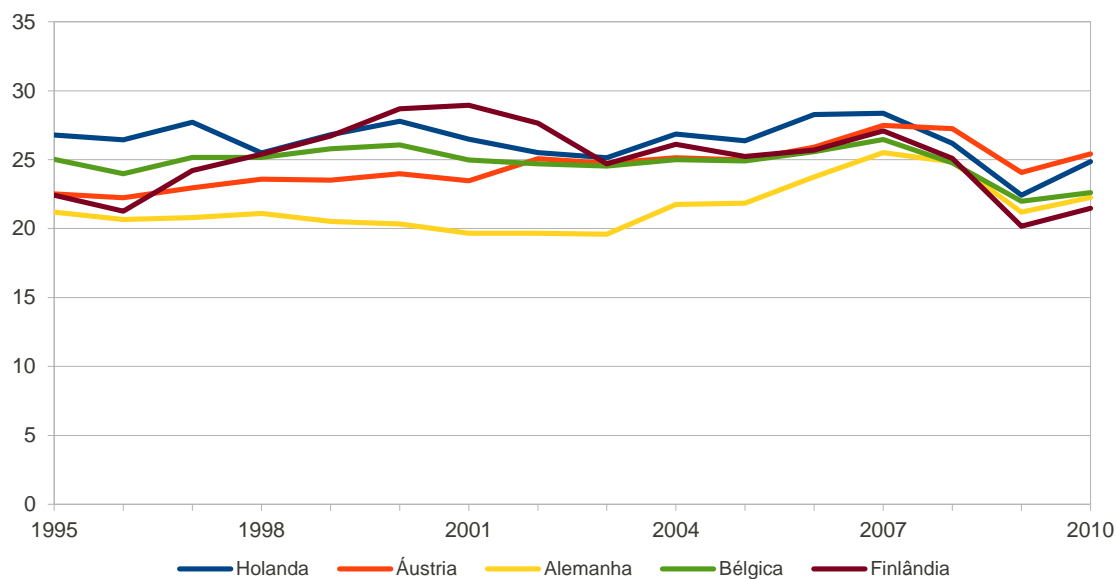
Fontes: AMECO.



**Figura 2-9: Balança corrente em países do euro deficitários (% PIB)**

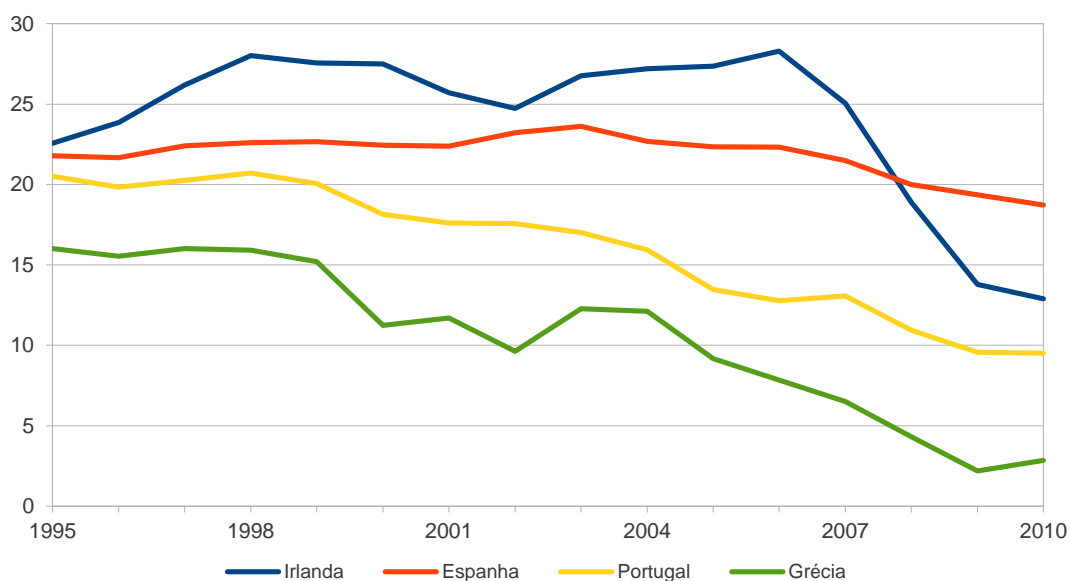
Fontes: AMECO.

Uma característica dos países da área do euro com balança corrente excedentária é o elevado e estável valor da taxa de poupança – ver Figura 2-10. Neste grupo de países a taxa de poupança permanece quase sempre em valores superiores a 20%.



**Figura 2-10: Taxa de poupança países do euro excedentários (% PIB)**

Fontes: AMECO.



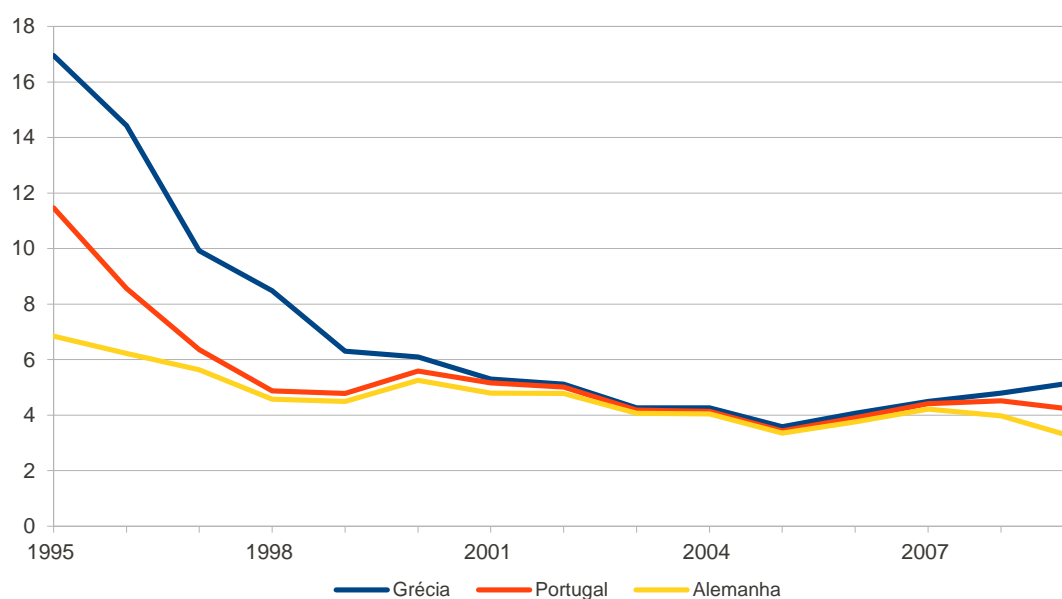
**Figura 2-11: Taxa de poupança dos países do euro deficitários (% PIB)**

Fonte: AMECO.

Quando analisamos a taxa de poupança dos países da área do euro com défices na balança corrente – Figura 2-11 – observamos uma maior heterogeneidade da taxa de poupança. Podemos distinguir dois subgrupos de países. A Irlanda e a Espanha mantiveram taxas de poupança razoavelmente elevadas, comparáveis com as taxas de

poupança registadas nos países excedentários, até à crise financeira internacional. Portugal e a Grécia, por outro lado, apresentam uma tendência decrescente desde meados da década de 1990, tendo-se acentuado aquela tendência desde a adesão à moeda única. Tal como nos EUA, as baixas taxas de juro de que beneficiaram estes dois países, durante aquele período, terão tido certamente um papel muito importante na explicação daquela evolução – no capítulo 4, esta questão é analisada para o caso das famílias portuguesas, inserida no contexto da liberalização e desenvolvimento do setor financeiro.

Com efeito, uma das características principais do processo de integração europeia, nomeadamente da convergência para a adesão à moeda única, foi a convergência entre as taxas de juro dos diferentes países – ver Figura 2-12. Em 1995, a diferença em relação à taxa de juro alemã era 1011 pontos base no caso da Grécia e 462 pontos base no caso de Portugal; em 2003, a diferença era 20 pontos base no caso da Grécia e 10 pontos base no caso de Portugal – os capitais disponíveis nos países excedentários aceitaram financiar o aumento da despesa nos países deficitários como se o risco associado a estes países fosse praticamente igual ao risco associado à Alemanha.



**Figura 2-12: Taxa de juro para efeitos dos critérios de convergência (%)**

Fonte: Eurostat.

Dada a dimensão e a persistência dos défices observados em países como a Grécia e Portugal, é natural que se ponha a seguinte questão: Por que é que estes países não procuraram reduzir esses défices mais cedo? Pensamos ser útil recordar aqui a visão

dominante acerca dos défices externos e do endividamento no contexto da União Económica e Monetária.

Podemos começar pelo chamado Relatório Werner. Este relatório “ao Conselho e à Comissão sobre a realização faseada da união económica e monetária na Comunidade” foi dirigido pelo primeiro-ministro luxemburguês, Pierre Werner, e apresentado em 1970. Referindo-se a uma união na qual os orçamentos nacionais fossem geridos de forma harmonizada, com intervenção da Comunidade sobre o conteúdo desses orçamentos nacionais, o relatório afirmava que “para tal união apenas os saldos globais da balança de pagamentos da Comunidade com o resto de mundo tinham alguma importância”.<sup>9</sup> Aparentemente, o relatório Werner perspetivava uma Europa na qual, embora se mantivesse algum poder de decisão nacional em matéria orçamental, os governos estivessem limitados nas suas opções, de forma a evitar que défices orçamentais num país pusessem em causa a estabilidade da moeda única. Se tal objetivo fosse alcançado, só o défice externo do conjunto da área do euro face ao resto do mundo seria importante, pois influenciaria o valor da moeda única nos mercados financeiros internacionais e isso influenciaria tanto a competitividade da produção europeia, como o estatuto da moeda europeia enquanto moeda com circulação internacional.

Em 1989, um comité dirigido pelo presidente da Comissão Europeia, Jacques Delors, apresentou um novo relatório sobre a união económica e monetária na Comunidade Europeia. No que diz respeito aos orçamentos nacionais, este relatório referia-se à necessidade de haver “coordenação da política macroeconómica, incluindo regras eficazes para as políticas orçamentais” (p. 16), talvez ajudada por “forças de mercado”, que podem exercer um efeito disciplinador via penalizações nos mercados financeiros. Contudo, o relatório alertava para o seguinte:

“No entanto a experiência sugere que as perceções dos mercados nem sempre asseguram a existência de sinais fortes e persuasivos e que o acesso a mercados de capitais alargados pode até, durante algum tempo, facilitar o financiamento de desequilíbrios económicos. Em vez de conduzir a ajustamentos graduais dos custos de financiamento, a visão que o mercado tem sobre a credibilidade de devedores oficiais tende a mudar de forma abrupta, levando a que os países vejam fechadas as suas possibilidades de financiamento junto dos mercados. Estes constrangimentos impostos pelos

---

<sup>9</sup> “[f]or such a union only the global balance of payments of the Community vis-à-vis the outside world is of any importance” (p. 10)

mercados tanto podem ser demasiado lentos e fracos, como abruptos e disruptivos. Assim, os países teriam de aceitar que participar num mercado e numa moeda comuns exigiria restrições de políticas.”<sup>10</sup>

*A posteriori*, estas palavras parecem premonitórias. A crise da dívida soberana na Europa seguiu o guião descrito neste parágrafo do relatório Delors. Na fase inicial, os mercados financeiros mobilizaram a poupança dos países excedentários para emprestarem aos países deficitários, a taxas baixas, refletindo uma “perceção” muito favorável quanto às perspetivas para esses países. No final de 2009, essa perceção começou a mudar de forma muito rápida (embora os spreads em relação à Alemanha já viessem a crescer desde pelo menos 2006). A esta rapidez na alteração das perceções não será alheia a enorme diferença entre o horizonte temporal das decisões tomadas nos mercados financeiros e o das decisões orçamentais. No caso dos mercados financeiros, as decisões são tomadas debaixo da pressão das flutuações segundo-a-segundo das cotações. No caso das autoridades orçamentais, as decisões só poderão apresentar resultados definitivos no final de cada ano fiscal, sendo normalmente necessários vários anos para conseguir fazer “consolidações orçamentais” significativas.

Feito este aviso, o relatório tinha a dizer o seguinte quanto à balança de pagamentos:

“Com as paridades irrevogavelmente fixadas, os mercados de câmbios deixariam de forçar correções das políticas nacionais que restaurassem equilíbrios entretanto perdidos. Acresce a isto que as dificuldades estatísticas e de interpretação dos desequilíbrios económicos seriam exacerbadas num sistema de contabilidade da balança de pagamentos totalmente integrado. Ou seja, aquele que é atualmente um indicador de desequilíbrios económicos de grande visibilidade e sensibilidade deixaria de prestar tal serviço como guia de políticas. Apesar de tudo, se não se corrigirem os desequilíbrios nas contas, estes manifestar-se-ão como desequilíbrios económicos regionais.

---

<sup>10</sup> “However, experience suggests that market perceptions do not necessarily provide strong and compelling signals and that access to a large capital market may for some time even facilitate the financing of economic imbalances. Rather than leading to a gradual adaptation of borrowing costs, market views about the creditworthiness of official borrowers tend to change abruptly and result in the closure of access to market financing. The constraints imposed by market forces might either be too slow and weak or too sudden and disruptive. Hence countries would have to accept that sharing a common market and a single currency area imposed policy constraints.” (p. 20)



Medidas que promovessem a mobilidade dos fatores de produção e a flexibilidade de preços ajudariam a lidar com tais problemas.”<sup>11</sup>

Pensamos que esta formulação do relatório Delors reflete uma alteração de posição face ao relatório Werner. Em vez de ver a área do euro como um país multinacional no qual existe alguma, mas limitada, descentralização dos orçamentos nacionais, o relatório Delors dispensa a centralização e manifesta confiança nos políticos para, ao nível comunitário, criarem regras orçamentais eficazes e, ao nível nacional, organizarem os orçamentos de acordo com aquelas regras. Por outras palavras, se os orçamentos nacionais contribuírem para a poupança de modo a evitar desequilíbrios graves, a moeda única será bem-sucedida e só a balança de pagamentos face ao resto do mundo será importante. As crises da balança de pagamentos que haviam afetado anteriormente países como Portugal não se repetiriam neste cenário.

Esta convicção teve eco em Portugal. A 23 de Fevereiro de 2000, no seu discurso de tomada de posse como Governador do Banco de Portugal, Vítor Constâncio afirmou:

“Sem moeda própria não voltaremos a ter problemas de balança de pagamentos iguais aos do passado. Não existe um problema monetário macroeconómico e não há que tomar medidas restritivas por causa da balança de pagamentos. Ninguém analisa a dimensão macro da balança externa do Mississippi ou de qualquer outra região de uma grande união monetária. Isto não significa que não exista uma restrição externa à economia. Simplesmente esta é o resultado da mera agregação da capacidade de endividamento dos vários agentes económicos. O limite depende essencialmente da capacidade de endividamento dos agentes internos (incluindo os bancos) perante o sistema financeiro da zona euro. Se e quando o endividamento for considerado excessivo, as despesas terão que ser contidas porque o sistema financeiro limitará o crédito. O equilíbrio restabelece-se espontaneamente, por um mecanismo de deflação das despesas, e não têm que se aplicar políticas de ajustamento.

---

<sup>11</sup> “With parities irrevocably fixed, foreign exchange markets would cease to be a source of pressure for national policy corrections when national economic disequilibria developed and persisted. Moreover, the statistical measurement and the interpretation of economic imbalances might become more difficult because in a fully integrated market balance-of-payments figures, which are currently a highly visible and sensitive indicator of economic disequilibria, would no longer play such a significant role as a guidepost for policy-making. None the less, such imbalances, if left uncorrected, would manifest themselves as regional disequilibria. Measures designed to strengthen the mobility of factors of production and the flexibility of prices would help to deal with such imbalances.” (p. 17)

A ressaca após um forte endividamento pode ter consequências recessivas, mas não é um problema macroeconómico de balança de pagamentos.”

Uma diferença importante em relação às passagens citadas do relatório Delors é que o discurso de Vítor Constâncio revela mais confiança na capacidade de os mercados financeiros imporem a disciplina necessária ao sucesso da moeda única (“porque o sistema financeiro limitará o crédito”). Nesse ponto, a realidade parece não ter correspondido à convicção manifestada por Vítor Constâncio.

Dois anos mais tarde, dois economistas credenciados, Olivier Blanchard, professor no MIT e economista-chefe do Fundo Monetário Internacional desde 2008, e Francesco Giavazzi, professor na Universidade Bocconi, ainda encaravam com otimismo os elevados défices externos de Portugal e da Grécia:

“O facto de tanto Portugal como a Grécia serem membros da União Europeia e do euro e de serem os mais pobres sugere uma explicação natural para os seus défices atuais nas contas correntes. Eles são exatamente o que a teoria económica espera que sejam e devem ocorrer quando os países veem os mercados de bens e os mercados financeiros ficarem mais integrados. Na medida em que são países com taxas de retorno esperadas mais elevadas, os países pobres deverão ver o investimento a aumentar. E na medida em que estes países têm melhores perspetivas de crescimento, deverão ver as poupanças a diminuir. Portanto, de qualquer das formas, os países mais pobres deverão ter défices nas suas balanças correntes maiores e, simetricamente, os países mais ricos deverão ter maiores excedentes.”<sup>12</sup>

Blanchard e Giavazzi interpretaram os défices externos de Portugal e da Grécia como benignos: o capital estaria a deslocar-se para onde seria mais bem utilizado, em investimentos mais produtivos. Apesar desta visão benigna dos défices externos no contexto da união económica e monetária, Blanchard e Giavazzi defenderam a

---

<sup>12</sup> “The fact that both Portugal and Greece are members of both the European Union and the euro area (the group of countries that use the euro as their common currency), and the fact that they are the two poorest members of both groups, suggest a natural explanation for today's current account deficits. They are exactly what theory suggests can and should happen when countries become more closely linked in goods and financial markets. To the extent that they are the countries with higher expected rates of return, poor countries should see an increase in investment. And to the extent that they are the countries with better growth prospects, they should also see a decrease in saving. Thus, on both counts, poorer countries should run larger current account deficits, and, symmetrically, richer countries should run larger current account surpluses.” (Blanchard e Giavazzi, 2002, p. 148)

continuação do cálculo da balança corrente individual para cada país da zona euro, para que se pudesse avaliar o contributo do défice público para o défice externo. Esta avaliação seria necessária porque as regras orçamentais na área do euro poderiam não ser suficientemente fortes para garantir o bom comportamento dos governos em matéria orçamental.

De facto, logo nos primeiros anos de vida do euro, o pacto de estabilidade e crescimento foi violado e subsequentemente suavizado. Em face disto, Jean-Paul Fitoussi perguntava em 2005 por que é que os mercados financeiros ainda não tinham penalizado os países com maus desempenhos orçamentais através de taxas de juro mais elevadas. Segundo Fitoussi, tal devia-se ao facto de as regras orçamentais não serem credíveis, nem antes, nem depois da revisão do pacto de estabilidade e crescimento. Além disso, segundo Fitoussi, as taxas de juro europeias mantinham-se baixas porque o aumento da poupança privada estaria a compensar a redução da poupança pública.

## 2.4. Conclusão

Neste capítulo vimos como a globalização financeira, iniciada nos anos 1970, permitiu que a poupança nacional se desligasse de forma significativa do investimento, dando origem a um aumento dos défices e excedentes externos observados desde então, e estando estes associados a taxas de poupança decrescentes nos Estados Unidos e em muitos países europeus.

Grandes défices estiveram, como seria de esperar, ligados a algumas crises financeiras. No entanto, a estas crises seguiram-se recuperações rápidas, promovendo uma visão benigna dos desequilíbrios externos durante bastante tempo. A crise financeira internacional de 2007 desfez esta ilusão. Na zona euro, os maiores défices externos foram observados na Grécia e em Portugal.

Vimos também como a perceção sobre o papel dos desequilíbrios da balança de pagamentos numa união económica e monetária foi evoluindo com o passar do tempo. O relatório Werner encarava como necessário para o sucesso da moeda única o controlo ao nível comunitário dos processos orçamentais nacionais. O relatório Delors suavizou a condição, referindo-se antes a regras orçamentais eficazes, dado que confiar no controlo por parte dos mercados financeiros seria arriscado. Vítor Constâncio é representativo entre os que acreditavam que os mercados financeiros poderiam evitar um excesso de endividamento. Olivier Blanchard e Francesco Giavazzi ainda acreditavam na benignidade dos desequilíbrios, devidamente monitorizados pelos mercados financeiros,

mas já questionavam a eficácia das regras orçamentais existentes. Fitoussi já encarava as regras como ineficazes, mas ainda via a poupança privada como compensando a falta de poupança pública.

Por outras palavras, o otimismo/laxismo teve uma tendência crescente ao longo deste período, até que se afastou tanto da realidade que a crise da poupança acabou por surgir. E surgiu de tal forma forte que o futuro do euro e da União Europeia estão postos em causa.

### 3. O enquadramento macroeconómico da poupança em Portugal

---

Depois de atingir um máximo no início dos anos 1970, a taxa de poupança da economia portuguesa iniciou uma trajetória descendente, que se acentuou a partir de meados dos anos 1980. Tal como as outras variáveis macroeconómicas da economia portuguesa nos últimos 25 anos, também o comportamento da taxa de poupança não pode ser dissociado dos processos de integração na União Europeia e na União Económica e Monetária.

A literatura económica tem destacado como principais fatores determinantes da taxa de poupança o crescimento económico, a taxa de desemprego, a dinâmica demográfica, as taxas de juro e de inflação, a riqueza das famílias e o desenvolvimento do sistema financeiro e do Estado Social. Neste capítulo descrevemos o desempenho da economia portuguesa naquelas dimensões, procurando fazer o enquadramento macroeconómico da evolução da taxa de poupança em Portugal. Na parte final do capítulo damos especial atenção à contribuição do Estado para a redução da taxa de poupança nas últimas décadas.

Na secção 3.1 descrevemos brevemente o desempenho macroeconómico da economia portuguesa, em termos de crescimento económico e desemprego, desde a adesão à Comunidade Económica Europeia (CEE). Na secção 3.2 descrevemos o processo de convergência nominal desencadeado na sequência da decisão de aderir ao SME, que resultou numa redução muito significativa da taxa de inflação e das taxas de juro dos títulos portugueses. Na secção 3.3 descrevemos uma das mudanças mais significativas que ocorreram na economia portuguesa desde meados da década de 1980: o desenvolvimento do sistema financeiro, que reduziu de forma muito significativa as limitações no acesso ao crédito pelas empresas e famílias. Na secção 3.4 descrevemos o aprofundamento do Estado Social em sentido lato (educação, saúde e prestações sociais) nas últimas décadas e o seu contributo para o aumento do peso da despesa pública. Na secção 3.5 descrevemos o comportamento da balança corrente e as suas implicações para o elevado endividamento externo da economia portuguesa, e analisamos o contributo dos diferentes sectores para a evolução da taxa de poupança, centrando a nossa análise no contributo do Estado. Finalmente, na secção 3.6 descrevemos a evolução da poupança do Estado e os principais fatores que a

determinaram. A análise da poupança das famílias e das empresas será o objeto do capítulo 4.

### 3.1. Crescimento e estagnação

Nesta secção descrevemos de forma breve o desempenho da economia portuguesa no período 1986-2010.<sup>13</sup> O sucesso dos primeiros anos de integração europeia contribuiu para o largo consenso em torno da participação de Portugal na criação da União Económica e Monetária (UEM). A adesão ao euro foi assumida como um desígnio nacional e como um elemento central da política económica portuguesa e da estratégia de desenvolvimento económico, que visava a convergência para os níveis de rendimento dos países mais ricos da União Europeia.<sup>14</sup>

Pelo relevo que têm como medidas de bem-estar, concentramo-nos na evolução do PIB *per capita* e na taxa de desemprego. Os 25 anos de participação de Portugal na União Europeia podem ser divididos em dois subperíodos: 1986-1998, que inclui os primeiros seis anos de integração na CEE (1986-1991) e o período de preparação para a adesão à UEM (1992-1998), que foram anos de forte expansão e convergência da economia portuguesa; e 1999-2010, que corresponde ao novo regime da economia portuguesa, com a adesão ao euro, e que foram anos em que o desempenho da economia portuguesa foi dececionante, tendo culminado com a crise da dívida soberana e o regresso do Fundo Monetário Internacional, 25 anos depois da entrada na Comunidade Económica Europeia.

#### 3.1.1. 1986-1998: o sucesso dos primeiros anos

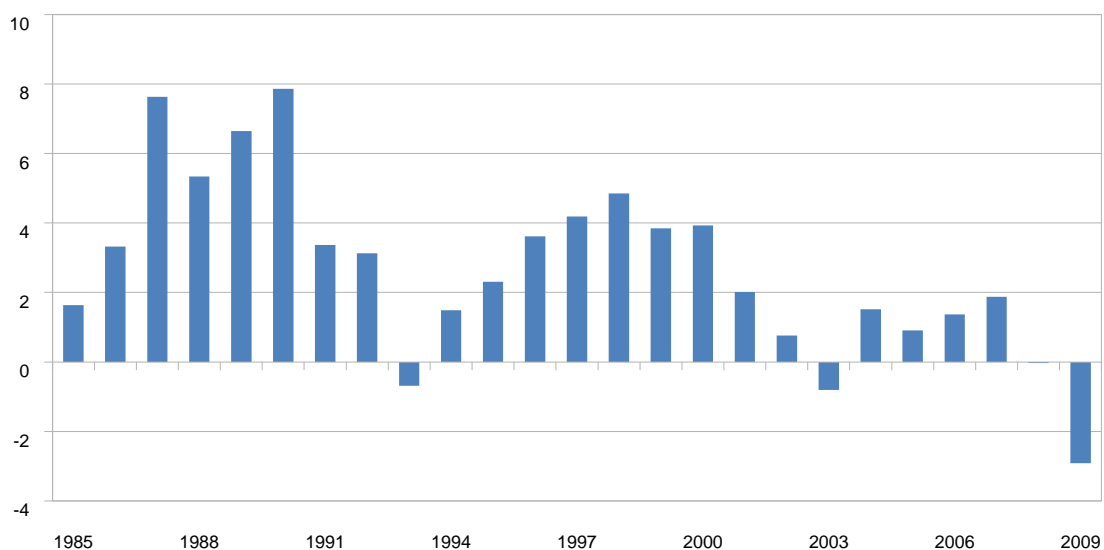
Entre 1986 e 1991, a economia cresceu a uma taxa anual média real de 5,8% — sempre acima de 3% ao ano (ver Figura 3-1) — beneficiando, entre outros fatores, da estabilização alcançada em 1985, do clima externo favorável e da transferência de fundos comunitários. As elevadas taxas de crescimento naquele período resultaram numa forte convergência real para a média das economias da UE: entre 1986 e 1991, o diferencial de crescimento anual do produto *per capita* em volume entre Portugal e a

---

<sup>13</sup> Esta secção segue de perto a descrição apresentada em Aguiar-Conraria *et al.* (2011). Para uma análise detalhada de algumas das principais transformações da economia portuguesa nas duas últimas décadas ver também Almeida *et al.* (2009).

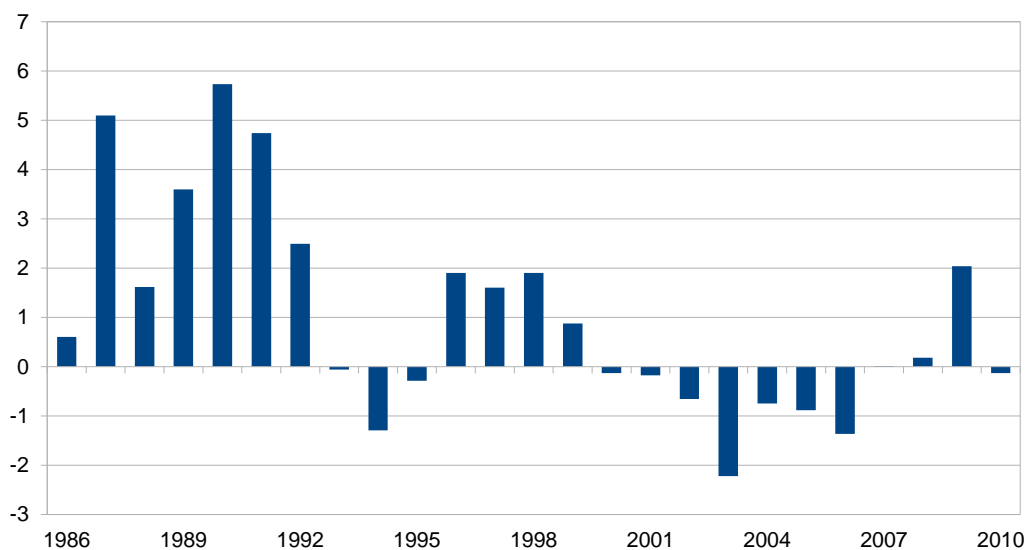
<sup>14</sup> Para uma visão apologetica da participação de Portugal na UEM ver, por exemplo, a descrição pelo então Ministro das Finanças, Jorge Braga de Macedo, em Macedo (1992). Miguel Cadilhe (1991) apresenta uma visão menos otimista de uma futura participação de Portugal na UEM.

UE15 foi sempre positivo — ver Figura 3-2 — tendo este diferencial alcançado mais de 5 pp em 1987 e 1990.<sup>15</sup>



**Figura 3-1: Taxa de crescimento real do PIB (%)**

Fonte: AMECO.

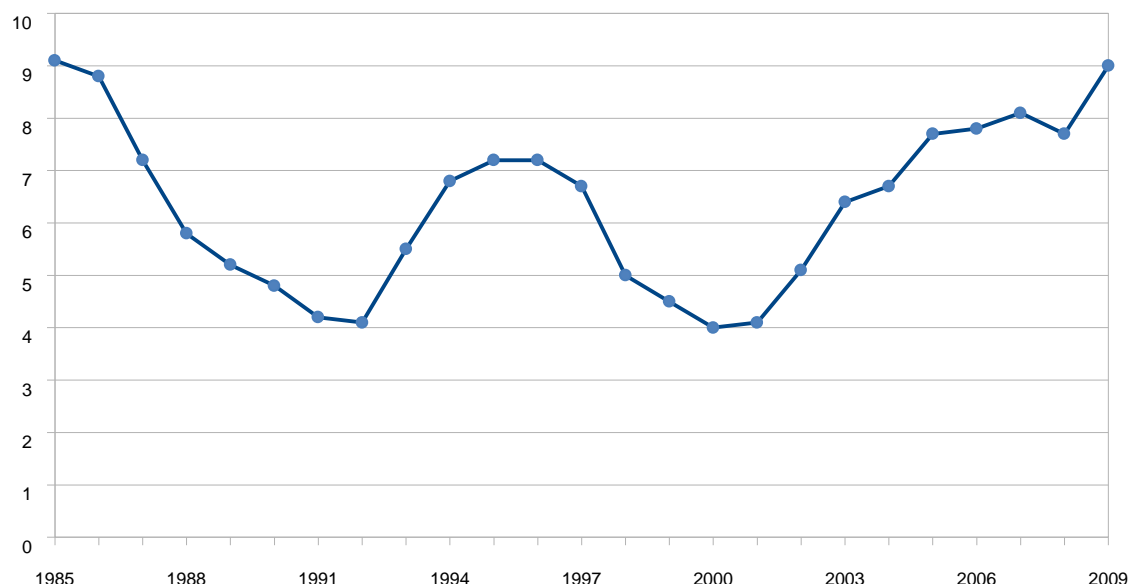


**Figura 3-2: Portugal-UE15: diferencial de crescimento anual do produto *per capita* em volume no período 1986-2009 (pp)**

Fonte: AMECO.

<sup>15</sup> Ver Cadilhe (1990) para uma descrição dos objetivos, das condicionantes e da implementação da política económica neste período. Amaral (2010) destaca a singularidade deste período em termos do processo de convergência de Portugal nas últimas décadas.

As elevadas taxas de crescimento refletiram-se numa redução acentuada e contínua das taxas de desemprego naquele período. De facto, a taxa de desemprego diminuiu de aproximadamente 9,3% em 1986 para 3,9% em 1992 — ver Figura 3-3.



**Figura 3-3: Taxa de desemprego (%)**

Fonte: AMECO.

Nos anos 1992-1998, o período correspondente aos anos de preparação para a adesão à UEM, e refletindo o esforço de convergência nominal desenvolvido no âmbito desse processo, as condições reais da economia portuguesa deterioraram-se. Naquele período o crescimento médio do PIB caiu para 2,7%, com variações substanciais das taxas anuais. A quebra do crescimento médio anual do produto teve a expressão mais significativa no ano de 1993, em que a taxa de crescimento foi negativa (o que não acontecia desde 1983 e só voltou a acontecer em 2003), refletindo, em grande parte, a deterioração da conjuntura internacional (Banco de Portugal, 1993). A redução das taxas de crescimento nestes anos repercutiu-se no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego a inverter a tendência decrescente dos anos anteriores. Entre 1992 e 1996 a taxa de desemprego aumentou de 3,9% para 7,4%.

Entre 1994 e 1998, a atividade económica esteve em expansão, com a taxa anual de crescimento real do produto a passar de 1,9%, em 1994, para 4,8%, em 1998. No entanto, os anos que antecederam a adesão à UEM foram marcados pela quebra da persistência na convergência real para a UE15, relativamente à convergência observada



no período 1986-1991, tendo o diferencial de crescimento anual do produto *per capita* em volume sido negativo nos anos 1993 a 1995 — ver Figura 3-2.

O aumento das taxas de crescimento do produto na segunda metade da década de 1990 refletiu-se numa redução da taxa de desemprego: de um máximo da década de 7,3% em Março de 1996, para um valor muito próximo do mínimo da década de 4,2% em Outubro de 2000.

### 3.1.2. 1999-2010: estagnação e aumento do desemprego

O período correspondente à participação de Portugal na UEM caracterizou-se pela quase estagnação da atividade económica: o produto cresceu a uma taxa média anual de 1,5%, tendo, a partir de 2002, o crescimento anual sido sempre inferior a 2%. A integração na UEM foi acompanhada por um afastamento continuado do padrão de crescimento do produto na UE15: como podemos ver na Figura 3-2, apenas em 1999 e em 2009 o diferencial de crescimento do produto *per capita* face à UE 15 foi significativamente positivo. De facto, durante os dez primeiros anos de integração monetária, a economia portuguesa foi superada em crescimento por todos os Estados-membros da UEM, exceto pela Itália e pela Alemanha. As políticas orçamentais fortemente expansionistas (défice orçamental de 10,1%) terão evitado uma recessão mais forte em 2009, o que explica a convergência neste ano face à UE-15. No entanto, o elevado endividamento público resultante dessas políticas contribuirá, de acordo com as previsões macroeconómicas do FMI, para que haja divergência nos anos seguintes (ver *World Economic Outlook*, 2011).

Em termos de comportamento do mercado de trabalho, a estagnação do crescimento económico refletiu-se numa tendência crescente e contínua — com uma inversão da tendência por um curto lapso de tempo entre Março de 2007 e Abril de 2008 — da taxa de desemprego, que ultrapassou os 10% em Março de 2009, tendo em Abril de 2011 atingido os 12,4%. As previsões de crescimento para os próximos dois anos implicam um agravamento das condições do mercado de trabalho e um aumento da taxa de desemprego: as previsões do FMI apontam para uma taxa de desemprego de 13,4% e 14% em 2012 e 2013, respetivamente.<sup>16</sup>

Concluindo, em termos de desempenho da economia portuguesa no período de integração na União Europeia há claramente dois períodos distintos: o período entre 1986 e 1999 e o período que se seguiu à adesão ao euro. No primeiro registou-se uma

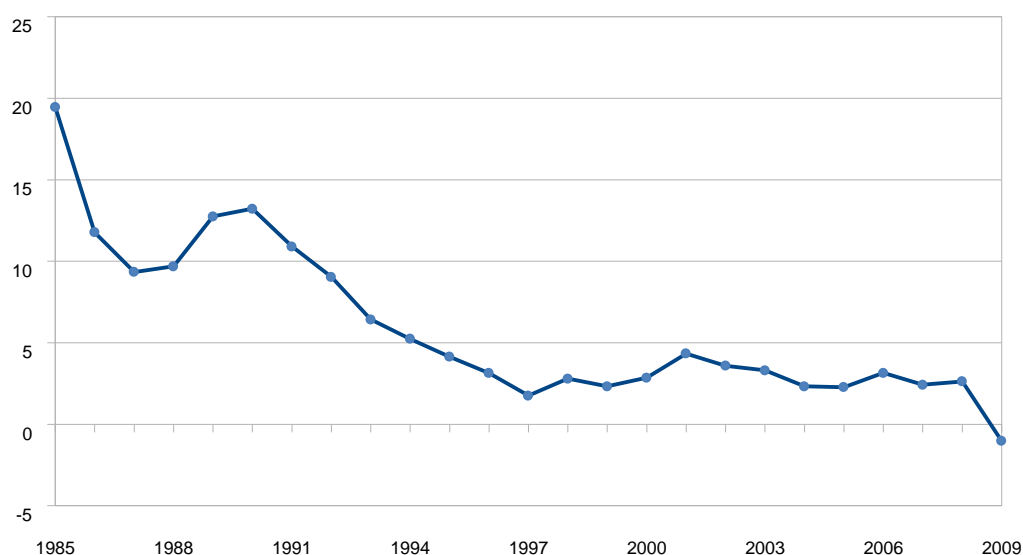
---

<sup>16</sup> World Economic Outlook Database, September 2011, International Monetary Fund.

convergência da economia portuguesa para os níveis de PIB *per capita* dos países mais ricos da União Europeia, o que terá gerado nos decisores de política, nos empresários e nos consumidores expectativas muito elevadas em relação ao desenvolvimento da economia portuguesa. Após a adesão ao euro registou-se um claro arrefecimento da economia portuguesa e o consequente defraudar das expectativas de crescimento alimentadas pelo forte crescimento do período anterior.

As transformações da economia portuguesa nos 25 anos de participação na União Europeia tiveram também um impacto muito significativo nas variáveis nominais, nomeadamente na taxa de juro e na taxa de inflação — duas variáveis muito relevantes para explicar o comportamento da poupança.

### 3.2. Convergência nominal e estabilidade macroeconómica

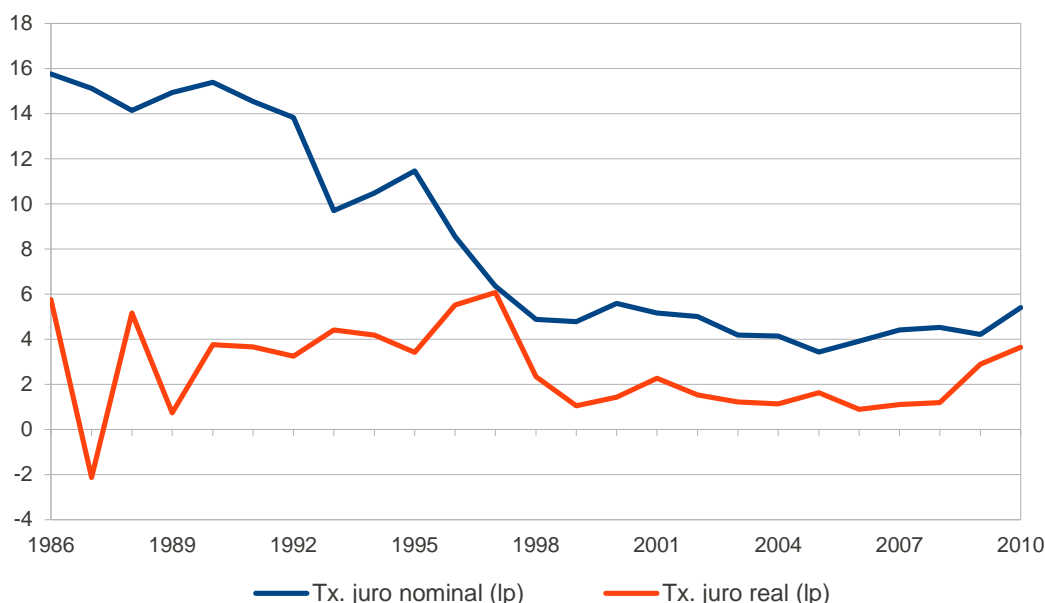


**Figura 3-4: Taxa de inflação (% , calculada com base no IPC)**

Fonte: AMECO.

Em Abril de 1992, Portugal aderiu ao Mecanismo das Taxas de Câmbio (MTC) do SME e, em Agosto de 1992, anunciou a conclusão, até ao fim daquele ano, do processo de liberalização dos movimentos internacionais de capitais. A adesão ao MTC representou uma perda de autonomia da política monetária, que passou para o domínio do marco alemão, o que garantiu o reconhecimento pelos mercados da credibilidade do compromisso assumido em relação à estabilidade dos preços. Dessa forma, a participação no mecanismo de taxas de câmbio do SME permitiu a redução da taxa de

inflação e das taxas de juro nominais para níveis compatíveis com a UEM — ver Figura 3-4 e Figura 3-5.



**Figura 3-5: Taxas de juro real e nominal de longo prazo (%)**

Fonte: AMECO.

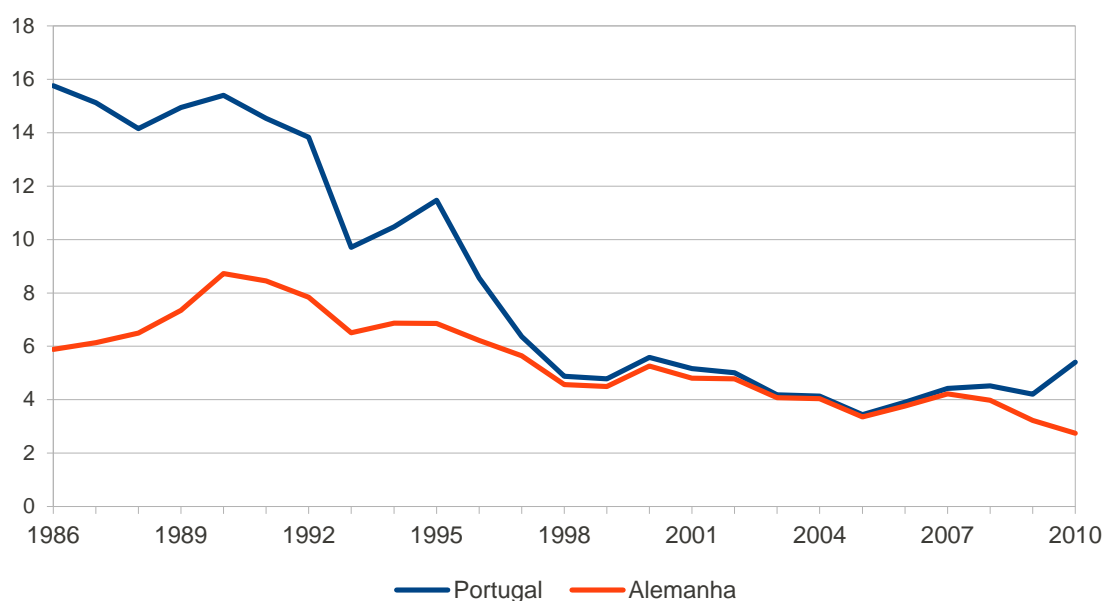
A taxa de inflação passou de mais de 13% em 1990 para valores próximos de 2% no período que antecedeu a entrada no euro, garantindo assim o cumprimento do critério imposto pelo Tratado de Maastricht. Em 1990, a estratégia de desvalorizações anunciadas (*crawling peg*), adotada em 1977 sob o conselho de Rudiger Dornbusch, foi abandonada definitivamente. A queda da taxa de inflação coincide com a decisão e anúncio da adesão ao SME, que resultou numa apreciação da taxa de câmbio real — entre 1988 e 1992 esta apreciou-se em mais de 20% (ver, por exemplo, Alexandre *et al.*, 2009b). Esta mudança no regime da política monetária e cambial foi decisiva para controlar as expectativas de inflação e a própria taxa de inflação.<sup>17</sup>

A taxa de juro nominal encontrava-se em queda desde meados dos anos 1980, acompanhando a trajetória descendente da taxa de inflação. Numa primeira fase, a taxa de juro nominal de longo prazo diminuiu de cerca de 15%, em 1989, para uma taxa de 10% em 1993; entre 1995 e 1999, data da entrada de Portugal na área do euro, a taxa de juro nominal de longo prazo acelerou a sua queda, para se situar em cerca de 5% no final da década de 1990. Nesta segunda fase, a queda da taxa de juro nominal foi

<sup>17</sup> Para uma descrição deste processo de desinflação ver, por exemplo, Abreu (2001).

acompanhada de uma redução da taxa de juro real, tendo esta diminuído de cerca de 5% em 1997 para valores em torno de 1%, tendo-se fixado nesses níveis durante quase toda a primeira década do século XXI.

Aquela redução das taxas de juro levou a taxa de juro nominal de longo prazo para níveis semelhantes aos da Alemanha — ver Figura 3-6. A taxa de juro nominal de longo prazo manteve-se naqueles níveis muito baixos, divergindo da taxa de juro alemã a partir da crise financeira internacional.



**Figura 3-6: Taxas de juro de longo prazo (%)**

Fonte: AMECO.

A redução da taxa de inflação e da taxa de juro na economia portuguesa, durante a década de 1990, deve também ser contextualizada na tendência internacional que caracterizou o comportamento dessas variáveis nesse período. De facto, a segunda metade dos anos 1980 e a década de 1990 inserem-se no período que ficou conhecido como “A Grande Moderação”, um período de grande estabilidade macroeconómica nas economias mais avançadas.<sup>18</sup> Entre os fatores que terão contribuído para esta maior estabilidade macroeconómica estão choques da oferta favoráveis (e.g., descida do preço do petróleo e ganhos de produtividade resultantes das novas tecnologias de informação e comunicação), a entrada da China no comércio internacional e um melhor desempenho da política monetária, nomeadamente, a sua maior eficácia na gestão das expectativas. A

<sup>18</sup> Ver, por exemplo, McConnell e Perez-Quiros (2000).

descida da taxa de inflação e da taxa de juro na economia portuguesa terá também beneficiado daqueles fatores.

Este contexto macroeconómico de baixas taxas de juro favoreceu a queda das taxas de poupança e o crescimento do endividamento em muitos países, nomeadamente em Portugal, contando-se entre as causas da crise financeira internacional e da crise da dívida soberana que se seguiu. Outro desenvolvimento que se registou na economia portuguesa nos últimos 25 anos, e que teve repercussões muito significativas no comportamento do Estado, das famílias e das empresas em termos de poupança e endividamento, foi o desenvolvimento do sistema financeiro. É esse o tema da secção seguinte.

### **3.3. Sistema financeiro, riqueza e endividamento**

O desenvolvimento do sistema financeiro português, iniciado em meados dos anos 1980, foi uma das mais importantes transformações da economia portuguesa nas últimas décadas. Aquele desenvolvimento permitiu a realização de investimentos pelas empresas, pelas famílias (nomeadamente em habitação) e pelo Estado, fundamentais para compreender a evolução da economia portuguesa desde a sua integração na Comunidade Económica Europeia. Em Portugal, o desenvolvimento do sistema financeiro coincidiu com a liberalização financeira, que foi impulsionada pelo processo de integração europeia e pela abertura à iniciativa privada, com destaque para as privatizações que ocorreram após a revisão constitucional de 1989.

Estas transformações, a par da diminuição das taxas de juro e da estabilização macroeconómica ocorrida durante os anos 1980 que descrevemos nas secções anteriores, afetaram de forma muito significativa o acesso ao crédito das famílias e das empresas. Por exemplo, numa análise da evolução das restrições de liquidez dos consumidores portugueses, para o período 1980-2005, Castro (2006) conclui que as restrições de liquidez diminuíram significativamente ao longo da década de 1990: de acordo com o estudo daquela autora, no final da década de 1980 cerca de 70% dos consumidores teriam restrições de liquidez, um valor que diminuiu para cerca de 40% na segunda metade da década de 1990.

A existência de restrições de liquidez, isto é, de restrições no acesso ao crédito, constitui uma forte limitação às escolhas intertemporais das famílias, que veem as suas possibilidades de consumo (e de poupança) fortemente condicionadas pelo rendimento disponível presente. Por exemplo, Tullio Jappelli e Marco Pagano, num artigo publicado

em 1994, concluíram que as restrições de liquidez têm um impacto significativo e positivo nas taxas de poupança privadas e nacionais, salientando o papel da liberalização financeira nos anos 1980 para a diminuição da taxa de poupança nos países da OCDE. Como veremos no capítulo 4, num contexto em que as famílias não podem aceder ao crédito nos montantes desejados, a poupança será superior àquela que se verificaria num contexto com mercados de crédito perfeitos. Para Portugal, Castro (2006) conclui que a redução das restrições de liquidez durante os anos 1990 teve um impacto positivo no consumo das famílias que beneficiaram do acesso ao crédito.

A coincidência entre o desenvolvimento do sistema financeiro e a redução das taxas de juro, analisada acima, torna difícil destrinçar a importância de cada uma daquelas variáveis para a redução das restrições de liquidez e, assim, para as decisões de poupança. No entanto, ambas deverão ter tido um impacto significativo nas decisões de poupança das famílias e empresas ao criarem condições para a alocação intertemporal dos recursos. No capítulo 4 será analisado o papel do desenvolvimento do sistema financeiro e da diminuição das taxas de juro na redução da taxa de poupança das famílias nas últimas décadas.

Por agora, na secção 3.3.1, descrevemos de forma sucinta algumas das principais transformações do sistema financeiro português nas últimas décadas, dando particular atenção ao impacto no acesso ao crédito pelas famílias e empresas, que se refletiu num aumento muito significativo do endividamento daqueles agentes.

O desenvolvimento do sistema financeiro refletiu-se na disponibilização de novos produtos financeiros para a aplicação das poupanças das famílias. Neste contexto, na secção 3.3.2, será analisada a evolução da composição da riqueza das famílias nas últimas décadas, dando-se especial atenção à composição da riqueza financeira, salientando assim os principais instrumentos utilizados na aplicação das poupanças das famílias portuguesas. Estes serão analisados com maior detalhe, utilizando informação microeconómica, no capítulo 5.

### **3.3.1. O desenvolvimento do sistema financeiro**

A liberalização e o desenvolvimento do sistema financeiro foram dos desenvolvimentos mais marcantes da economia portuguesa nas últimas décadas. Com algum desfasamento temporal, o sector financeiro acompanhou as tendências internacionais de liberalização financeira, tendo beneficiado do processo de integração europeia, bem como da abertura à iniciativa privada, que tinha sido coartada pela Constituição de 1975.

Para os desenvolvimentos e modernização do sistema financeiro foi ainda decisiva a revisão constitucional de 1989, a qual permitiu privatizar o sector bancário e segurador, que tinha sido nacionalizado em Março de 1975.

No início dos anos 1980, o sistema financeiro português era ainda pouco evoluído. A forte intervenção do Estado na economia de então refletia-se numa grande regulamentação e limitação da atividade do sector bancário. O sistema em vigor restringia a concorrência entre os bancos e não estimulava a inovação e a racionalização do sector bancário português. 1984 marca o início de uma nova fase o setor bancário português, com a criação do primeiro banco privado. Este processo apareceu na sequência da abertura de algumas atividades (entre as quais a banca e os seguros) à iniciativa privada, em 1983, que resultaria na entrada de inúmeros bancos no mercado ao longo dos anos seguintes. Este facto contribuiu para o aumento da concorrência e, por consequência, para estimular o processo de inovação financeira em Portugal.

Com a entrada na Comunidade Económica Europeia, em 1986, a preocupação com a modernização do sistema financeiro foi evidente, não só por parte do poder político, mas também por parte dos intermediários financeiros, que foram confrontados com uma concorrência interna acrescida e com a perspetiva da liberalização do setor em consequência da entrada no mercado único.

Para o aumento da concorrência contribuiu o processo de privatizações, iniciado em 1988, que incluiu a maioria dos bancos que estavam na posse do Estado em resultado das nacionalizações de 1975.<sup>19</sup> Outro fator importante para o aumento da concorrência foi a introdução da figura de banco universal, que permitiu aos bancos alargarem o âmbito da sua atividade, reforçando a concorrência no sector bancário. Duas outras medidas que poderão ter igualmente contribuído para estimular a concorrência entre os bancos foram o fim do sistema de limites de crédito em 1991<sup>20</sup> e a redução da taxa de reservas obrigatórias de 17% para 2% a partir de Novembro de 1994.

Ainda entre meados dos anos 1980 e 1992, com o objetivo de modernizar o sistema financeiro português e na sequência do processo de liberalização dos movimentos de capitais na União Europeia, foram implementadas várias medidas, com implicações nos diferentes mercados. Nesse período, liberalizou-se o investimento efetuado em Portugal

---

<sup>19</sup> As privatizações tiveram um papel muito importante na reestruturação do sistema financeiro nacional. Por outro lado, como veremos, o processo de privatizações teve um impacto muito significativo sobre o mercado de capitais.

<sup>20</sup> A fixação de limites imperativos ao crédito bancário havia sido abandonada no início de 1990.

por não residentes e no exterior por residentes. Em Outubro de 1987, as cotações deixaram de ser fixadas pelo Banco de Portugal para passarem a ser o resultado da evolução da procura e da oferta de divisas. Em 1984 teve início uma outra alteração importante do sector financeiro português: o processo de liberalização das taxas de juro, que, até então, eram fixadas administrativamente. Este processo estendeu-se por vários anos, tendo sido concluído apenas em 1992.

No contexto da primeira fase da criação da União Económica e Monetária, ficou concluída, em Dezembro de 1992, a liberalização dos movimentos de capitais. A decisão de participar na UEM teve implicações muito significativas para a condução da política monetária.<sup>21</sup> Para além do já referido fim do regime de desvalorizações deslizantes, os limites ao crédito foram substituídos por operações de mercado e a alteração da Lei Orgânica do Banco de Portugal reforçou a sua independência face ao poder político, limitou a possibilidade de financiamento monetário dos défices públicos e reforçou o papel de regulador e de supervisão do banco central.

A participação na construção da UEM e o aprofundamento da integração financeira, com o objetivo de criar um mercado financeiro único na UE, tiveram também um forte impacto na atividade do sector bancário e no sector segurador. De facto, os bancos portugueses passaram a ter acesso ao mercado europeu, nas mesmas condições que as instituições congéneres dos outros países membros da UE. Uma das consequências foi uma alteração muito significativa na composição dos ativos dos bancos, com o peso dos empréstimos a aumentar de forma muito pronunciada entre 1995 e 2001 e o peso da dívida pública a diminuir. Do lado do passivo do balanço dos bancos destaca-se a diminuição do peso dos depósitos de clientes desde meados da década de 1980. Esta alteração reflete mudanças na estrutura de financiamento dos bancos que, com a adesão ao euro, passaram a ter no mercado interbancário e na titularização de empréstimos hipotecários importantes fontes de financiamento. Num contexto de diminuição da taxa de poupança nacional, foram aquelas fontes de financiamento que permitiram canalizar as poupanças do exterior para financiar o investimento e o consumo. Outro fator que contribuiu para a diminuição do peso dos depósitos no passivo do balanço dos bancos foi o surgimento de novos instrumentos para a aplicação da poupança das famílias. Essa questão será discutida com maior detalhe na secção 3.3.3. Por agora descrevemos o desenvolvimento do sistema financeiro e uma das suas consequências: o aumento do endividamento.

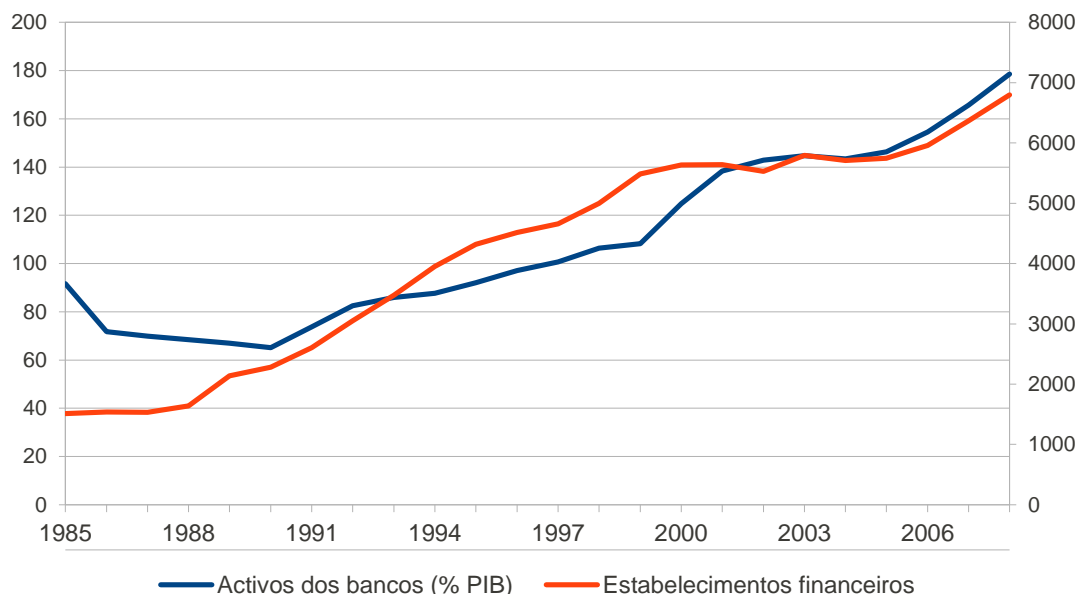
---

<sup>21</sup> Para uma descrição dos desenvolvimentos do sistema financeiro desde 1990 ver Antão *et al.* (2009).



### 3.3.2. Indicadores de desenvolvimento financeiro e endividamento

Entre os indicadores de desenvolvimento do sistema financeiro mais utilizados estão o crédito privado, os depósitos e outros ativos financeiros. Para ilustrarmos o extraordinário desenvolvimento do sistema financeiro português nas últimas décadas utilizamos os ativos dos bancos em percentagem do PIB e o número de estabelecimentos de empresas do sector financeiro<sup>22</sup> entre 1980 e 2008 — ver Figura 3-7.



**Figura 3-7: Indicadores de desenvolvimento financeiro**

Fonte: FMI e Quadros de Pessoal.

A tendência crescente de ambos os indicadores mostra a mudança drástica que ocorreu no sistema financeiro português desde o final dos anos 1980. De facto, excetuando um curto período entre o final dos anos 1990 e o início dos anos 2000, ambos os indicadores aumentaram de forma ininterrupta.

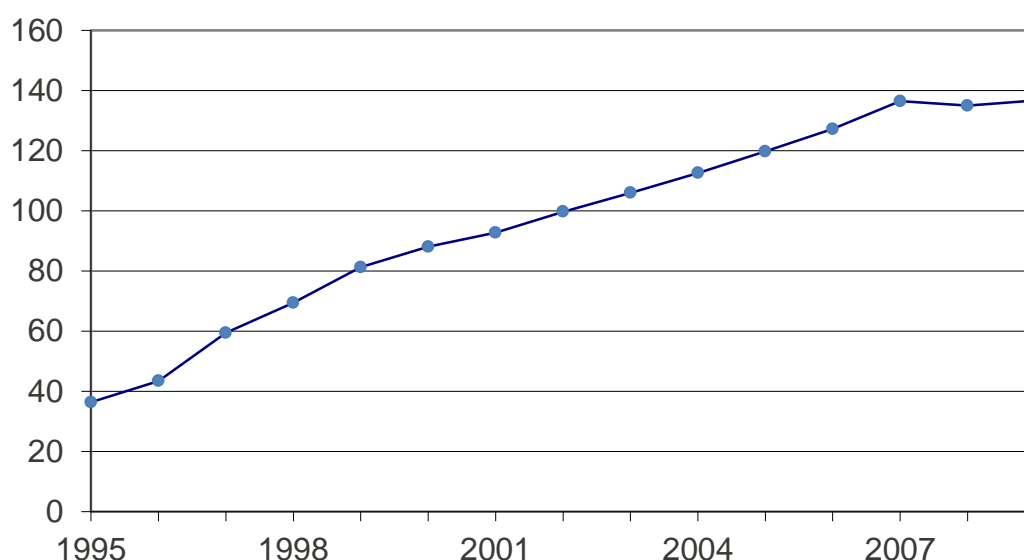
Os ativos dos bancos aumentaram de cerca de 65% do PIB, em 1990, para aproximadamente 180% do PIB em 2008. Nesta tendência crescente destaca-se o período entre 1996 e 2002, período no qual este indicador cresceu mais de 50%. O indicador relativo ao número de estabelecimentos do sector financeiro apresenta um comportamento muito similar, tendo estes aumentado de 1639, em 1987, para aproximadamente 6800, em 2008 — isto é, um aumento de mais de 300%. Tal como

<sup>22</sup>O número de estabelecimentos de empresas do sector financeiro corresponde às CAE 64 – Atividades de serviços financeiros e 65 – Atividades financeiras e de seguros, e provém da base de dados Quadros de Pessoal do Ministério da Economia do Emprego.

aconteceu com o indicador dos ativos dos bancos, também o crescimento deste indicador sofreu um abrandamento entre o final da década de 1990 e os primeiros anos do século XXI, tendo mesmo sofrido uma quebra nos anos de 2002 e de 2004.

Outra dimensão do desenvolvimento do sistema financeiro, que tem implicações para as decisões de poupança e de consumo das famílias, pode ser captada através da análise do endividamento da economia. Na explicação da crise atual, não é demais sublinhar o impacto do aumento do endividamento das famílias portuguesas e das empresas não financeiras nas últimas décadas.

Entre meados dos anos 1990 e 2007, o endividamento das famílias aumentou de quase 40% para quase 140% do rendimento disponível, um valor histórico — ver Figura 3-8.<sup>23</sup>



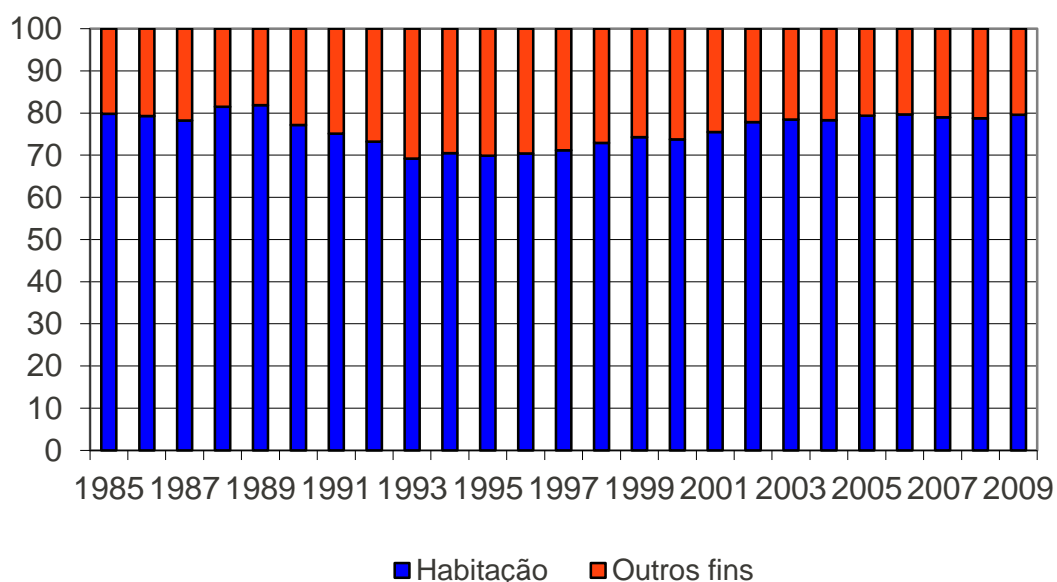
**Figura 3-8: Endividamento das famílias (% RD)**

Fonte: Banco de Portugal.

Do crédito atribuído às famílias, cerca de 80% tem tido por finalidade a aquisição de habitação — ver Figura 3-9. Os mercados financeiros permitem às famílias libertar as suas decisões de consumo do rendimento disponível em cada momento, através da aplicação de poupanças, que permitem adiar consumo presente, ou do recurso ao endividamento, que permite a antecipação de consumo futuro. O crédito ao consumo é uma inovação do século XX que esteve na base da criação do consumo de massas e da

<sup>23</sup> Embora as “famílias” sejam uma componente (a mais importante) do sector dos “particulares”, falaremos de “famílias” mesmo quando os dados disserem respeito aos “particulares”.

classe média. O aperfeiçoamento dos instrumentos financeiros e das formas de proteção contra o risco permitiu alargar o acesso ao crédito a um número cada vez maior de famílias.<sup>24</sup> O acesso ao crédito, quer pelas empresas quer pelos consumidores, elimina ou reduz a necessidade de poupar com a finalidade de realizar investimentos em formação bruta de capital fixo, que inclui a habitação, e para a aquisição de bens duradouros (como, por exemplo, eletrodomésticos ou automóveis). De facto, em países como o Japão, cujos mercados financeiros têm sido referidos como pouco eficientes, as famílias são obrigadas a acumular poupanças muito significativas para poderem adquirir habitação, dado que os bancos japoneses não concedem usualmente financiamento no valor total da habitação.<sup>25</sup>



**Figura 3-9: Crédito por finalidade (%)**

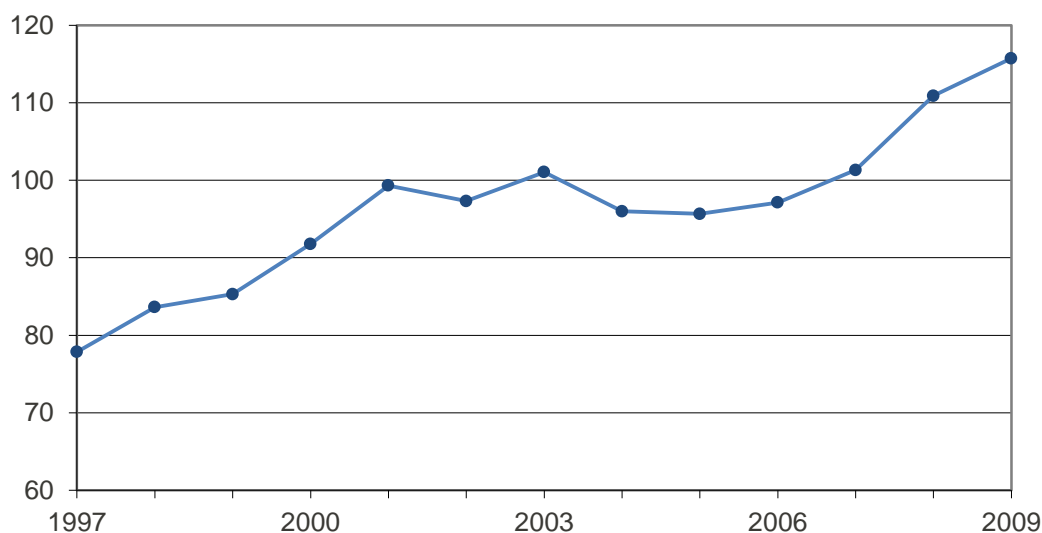
Fonte: Banco de Portugal.

Os mercados financeiros permitem aos empreendedores encontrar o financiamento que lhes permite transformar ideias em negócios, possibilitando o investimento na inovação tecnológica, sendo por isso um elemento fundamental do funcionamento do sistema capitalista e do crescimento económico. De facto, o desenvolvimento do sistema financeiro português refletiu-se também num maior acesso ao crédito por parte das empresas — ver Figura 3-10. Entre meados da década de 1990 e o final da primeira

<sup>24</sup> Para uma história do crédito ao consumo nos Estados Unidos ver Hyman (2011).

<sup>25</sup> Vários estudos têm atribuído as elevadas taxas de poupança das empresas e das famílias chinesas à sua dificuldade de acesso ao crédito e à ineficiência do sector bancário, que continua a ser dominado por quatro grandes bancos do Estado — ver, por exemplo, Chamon e Prasad (2008).

década do século XXI, o endividamento das empresas não financeiras, junto das outras instituições financeiras monetárias, aumentou de cerca de 80% do PIB para aproximadamente 120% do PIB. No capítulo 4, onde se analisa a poupança das sociedades não financeiras, desenvolveremos este tema.



**Figura 3-10: Empréstimos das outras instituições financeiras monetárias a sociedades não financeiras (% PIB)**

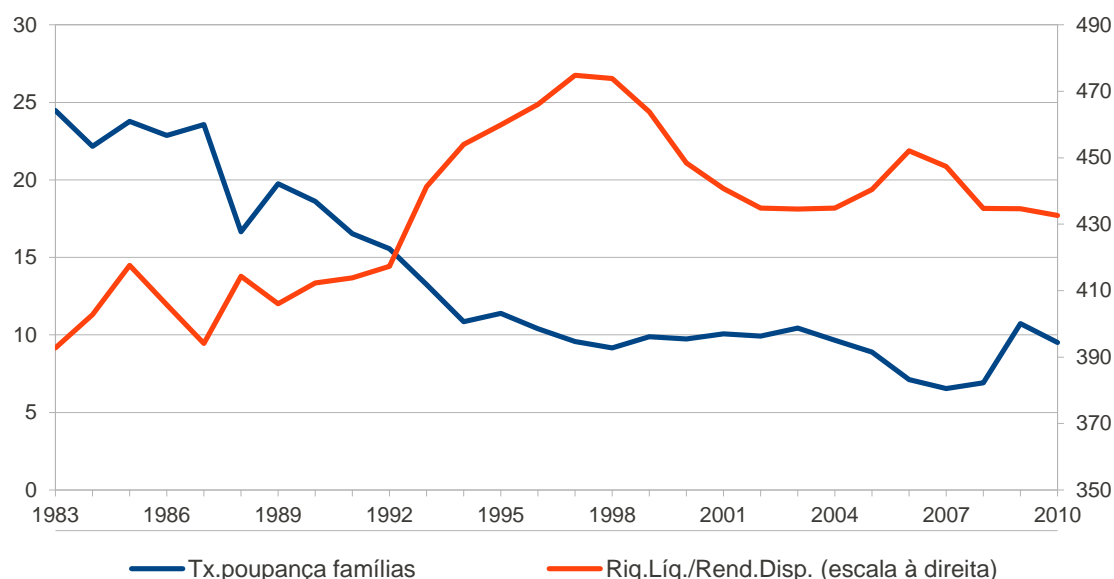
Fonte: Banco de Portugal.

### 3.3.3. Composição da riqueza das famílias

De acordo com as teorias do rendimento permanente e do ciclo de vida a riqueza das famílias influencia as suas decisões de consumo<sup>26</sup> — estas teorias serão descritas no capítulo 4. Por exemplo, o extraordinário aumento da riqueza financeira nos Estados Unidos (e noutros países industrializados), na segunda metade dos anos 1990 (entre 1995 e 2000, o índice bolsista S&P 500 aumentou mais de 250%), foi motivo de interesse para muitos decisores de política económica (incluindo o governador da Reserva Federal Alan Greenspan), tendo motivado um número imenso de estudos que investigaram o efeito daquela alteração (e também da alteração da riqueza em habitação) nas decisões das famílias americanas. A maioria dos estudos conclui que a riqueza tem um efeito significativo sobre o consumo, embora dependa da composição da riqueza,

<sup>26</sup> De acordo com a teoria do consumo de John Maynard Keynes, as variações do consumo seriam explicadas apenas por variações no rendimento corrente — ver capítulo 4.

nomeadamente do peso da riqueza em habitação e da riqueza financeira na riqueza total.<sup>27</sup>



**Figura 3-11: Taxa de poupança (% PIB) e riqueza líquida (% RD) das famílias**

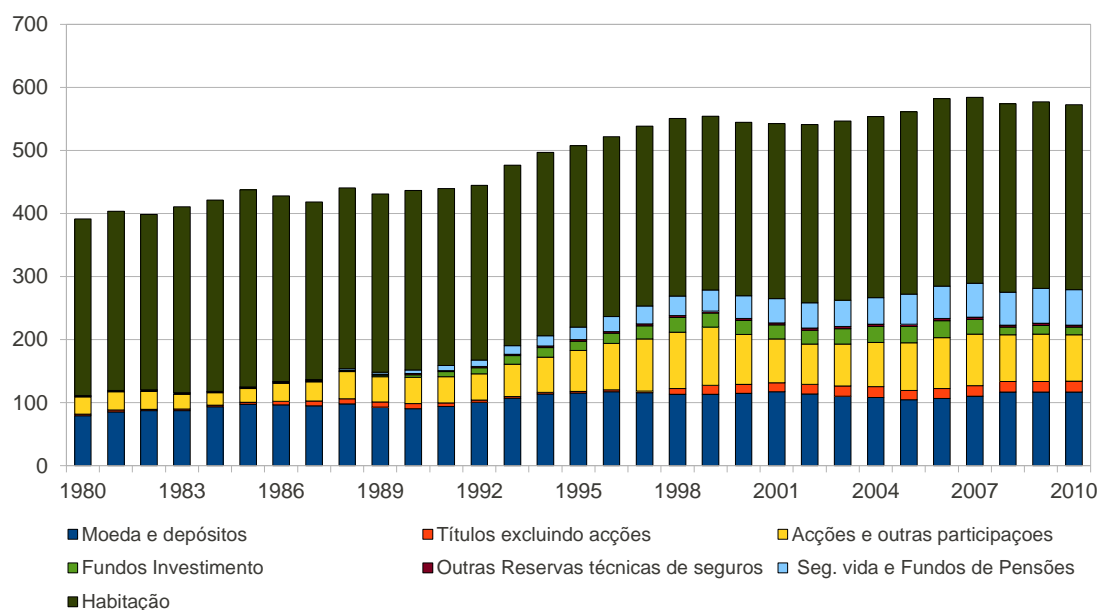
Fonte: Banco de Portugal.

Em Portugal, como podemos ver na Figura 3-11, a diminuição da taxa de poupança das famílias coincidiu com o aumento da riqueza das famílias. Esta relação sugere a existência de um efeito riqueza, isto é, o aumento da riqueza poderá ter provocado um aumento do consumo e, assim, contribuído para a redução da poupança. Esta relação será discutida e analisada no capítulo 4. Por agora descrevemos a evolução da composição da riqueza das famílias nas últimas décadas.

A soma da riqueza em habitação e da riqueza financeira das famílias aumentou de forma contínua desde o início dos anos 1980 até ao final dos anos 1990, tendo passado de cerca de 400% para mais de 550% do rendimento disponível — ver Figura 3-12. Em 2007 aquele rácio atingiu um valor máximo de 584% do rendimento disponível, tendo diminuído ligeiramente nos anos seguintes na sequência da crise financeira internacional.<sup>28</sup>

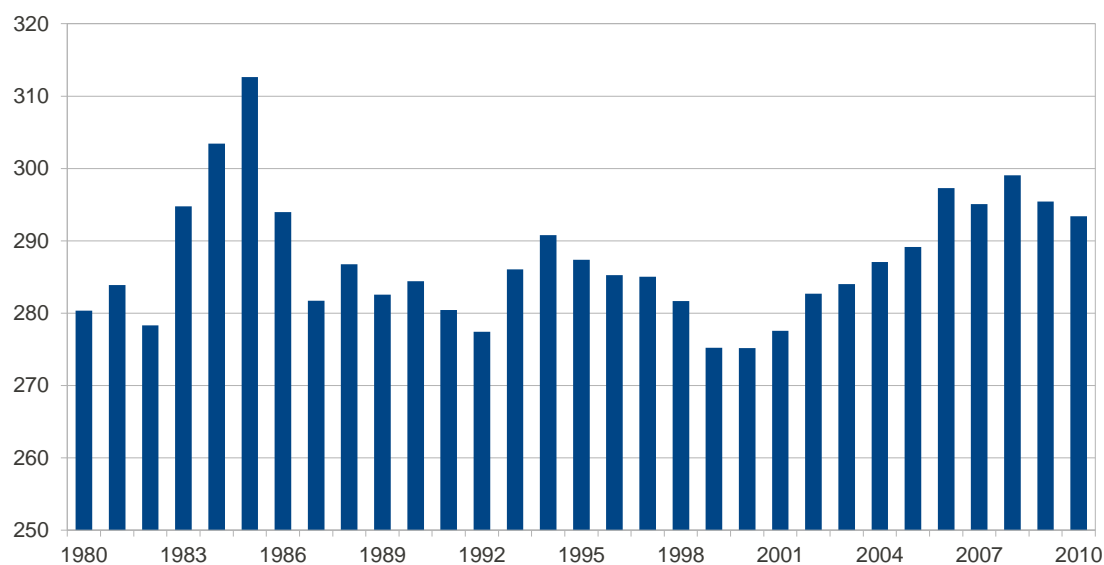
<sup>27</sup> Ver, por exemplo, Mehra (2001) e Lettau e Ludvigson (2001).

<sup>28</sup> Para uma descrição da evolução riqueza e da sua composição nas últimas décadas ver Cardoso e Cunha (2005) e Cardoso, Farinha e Lameira (2008). Estas autoras estimaram e compilaram as séries, com início em 1980, da riqueza em habitação e financeira das famílias portuguesas.



**Figura 3-12: Composição da riqueza das famílias (% RD)**

Fonte: Banco de Portugal.

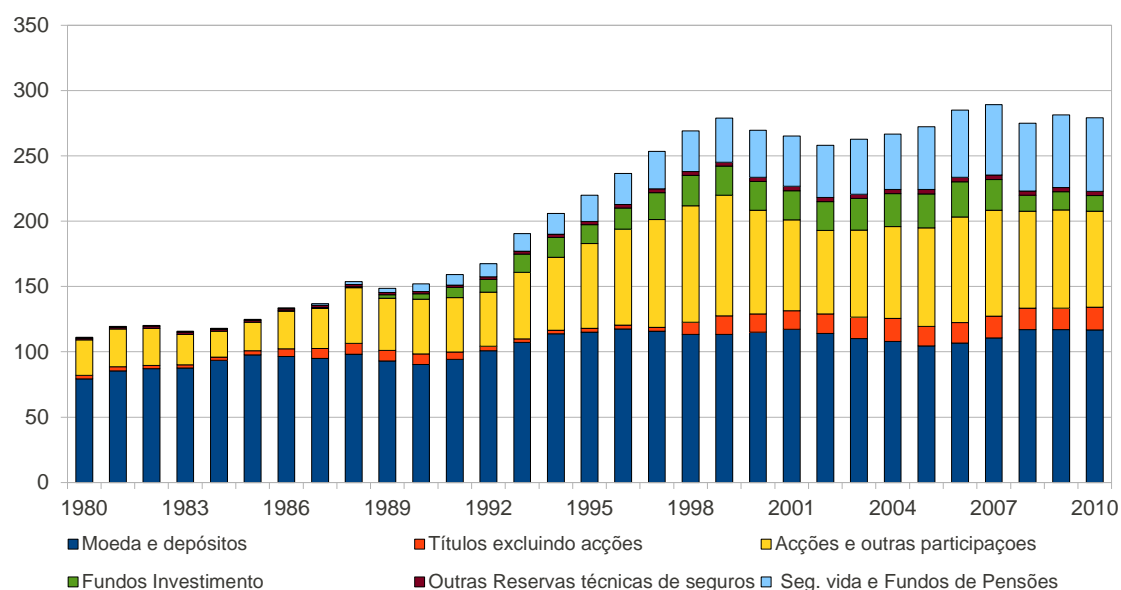


**Figura 3-13: Riqueza em habitação das famílias (% RD)**

Fonte: Banco de Portugal.

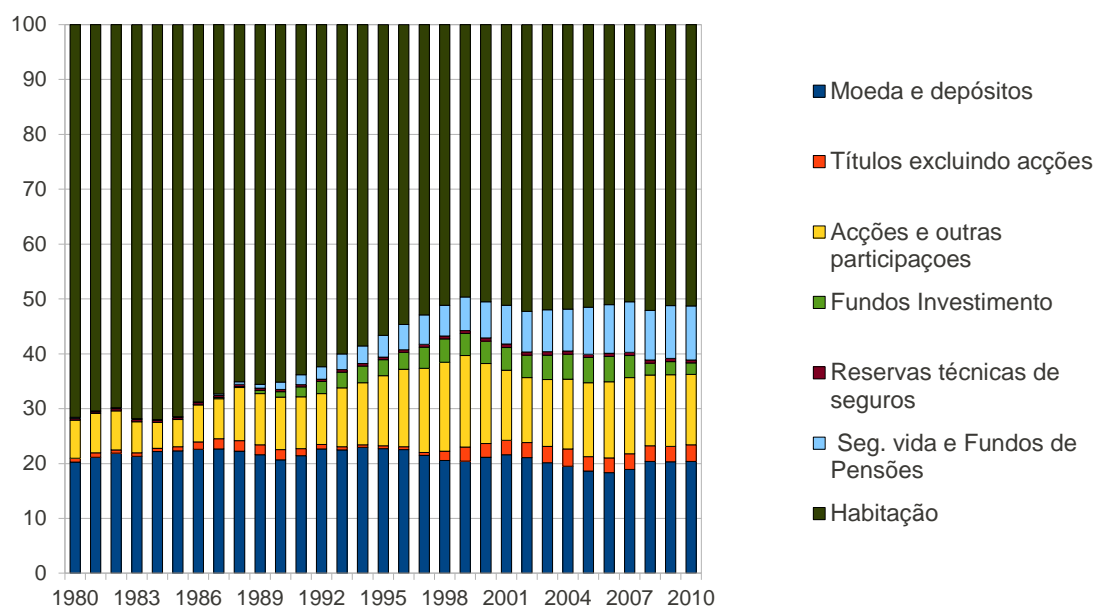
O aumento da riqueza foi, no entanto, mais pronunciado na riqueza financeira do que na riqueza em habitação, o que implicou alterações muito significativas na sua composição nas últimas décadas. No entanto, a riqueza em habitação aumentou de forma muito significativa a partir da entrada de Portugal no euro, em 1999. Neste ano, a riqueza em

habitação das famílias em percentagem do rendimento disponível era 275%, sendo 290% do rendimento disponível das famílias em 2008 — ver Figura 3-13.



**Figura 3-14: Riqueza financeira das famílias (% RD)**

Fonte: Banco de Portugal.



**Figura 3-15: Composição da riqueza das famílias (% da riqueza total)**

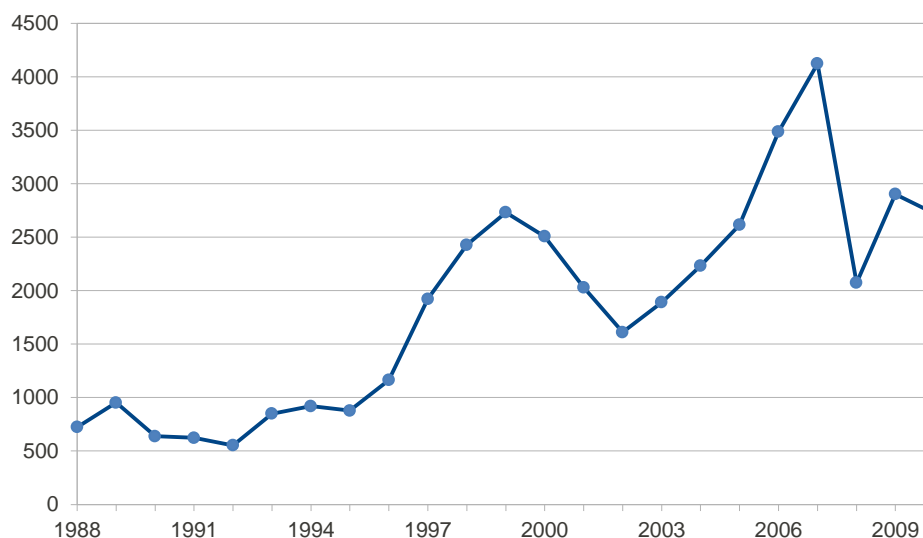
Fonte: Banco de Portugal.

Na Figura 3-14 apresentam-se dados para a evolução da riqueza financeira em percentagem do rendimento disponível. A riqueza financeira das famílias em

percentagem do rendimento disponível aumentou de forma muito significativa desde finais da década de 1980. Em 1989, a riqueza financeira das famílias em percentagem do rendimento disponível era 148%, tendo aumentado para 279%, em 1999. Desde a entrada no euro tem-se mantido relativamente estável, acima de 250% do rendimento disponível.

A Figura 3-15 mostra o comportamento das componentes da riqueza (ativos financeiros mais habitação) das famílias como percentagens da riqueza total. A evolução da riqueza das famílias pode ser dividida em dois grandes períodos: até 1999 e depois de 1999.

O primeiro período é caracterizado por uma redução da importância da habitação no conjunto da riqueza das famílias. Ao longo deste período, ganharam peso na carteira das famílias as aplicações em títulos (incluindo ações, obrigações e fundos de investimento) e em produtos de seguros (incluindo aqui seguros de vida e fundos de pensões). Para esta evolução terá contribuído a valorização das ações — ver Figura 3-16 —, além das alterações legislativas que permitiram o desenvolvimento de novos produtos financeiros, nomeadamente fundos de investimento e de pensões, e do sistema financeiro em geral.



**Figura 3-16: PSI geral**

Fonte: Banco de Portugal.

Uma análise mais detalhada desta evolução revela a existência de várias fases dentro de cada um daqueles dois grandes períodos. Na primeira metade dos anos 1980, os encaixes monetários (moeda e depósitos) ganharam peso à custa da habitação e das ações. Nessa altura, os juros dos depósitos, além de serem elevados em termos



nominais, eram usualmente capitalizados, o que criava uma inércia que favorecia a acumulação da riqueza sob essa forma.

Por outro lado, o investimento em ações sofria com a pouca liquidez do mercado e a conjuntura muito difícil da economia portuguesa. Este panorama mudaria na segunda metade dos anos 1980. Com efeito, nesta altura foi implementado um vasto programa de desenvolvimento e liberalização do sector financeiro.<sup>29</sup> Em particular, o mercado acionista beneficiou do processo de privatizações iniciado em 1989 — logo neste ano isso aconteceu, com grande sucesso, a 49% do capital do Banco Totta & Açores, da Aliança Seguradora, da Companhia de Seguros Tranquilidade e da Unicer. A revisão constitucional de Agosto de 1989 e a Lei-quadro das Privatizações abriram as portas à privatização total de várias empresas nacionalizadas, o que teve um impacto muito significativo no mercado acionista.<sup>30</sup> Assim, não é de admirar que o peso das ações e doutros títulos na carteira das famílias portuguesas tenha aumentado neste período, em desfavor da habitação, pese embora o mau desempenho da bolsa portuguesa no final dessa década, após o *crash* de Outubro de 1987. As cotações bolsistas iniciaram um novo período ascendente em 1993. Tal como na segunda metade dos anos 1980, o peso das ações acompanhou este aumento. O mesmo aconteceu com o peso dos fundos de investimento, dos fundos de pensões e, já na segunda metade dos anos 1990, dos outros títulos. Novamente, as reduções de peso ocorreram na habitação e nos encaixes monetários.

A entrada na zona euro foi quase coincidente com o fim de um ciclo de expansão, normalmente associado à emergência de uma “nova economia” baseada nas novas tecnologias da informação. A “bolha tecnológica” rebentou no ano 2000, tendo-se seguido mais dois anos de quedas. De 2003 a 2007 as bolsas recuperaram, ajudadas pelas políticas expansionistas que se instalaram após o rebentamento da bolha, os ataques terroristas de 11 de Setembro de 2001 e as recessões que se seguiram. Esta fase de nova expansão terminaria com a crise financeira internacional em 2007. Seguiu-se uma recomposição da carteira das famílias, com um aumento do peso dos encaixes monetários e da habitação, e uma redução do peso das ações e dos fundos de investimento. O aumento do peso da habitação seria temporário, acabando por ser substituído por um aumento do peso dos seguros de vida e fundos de pensões.

---

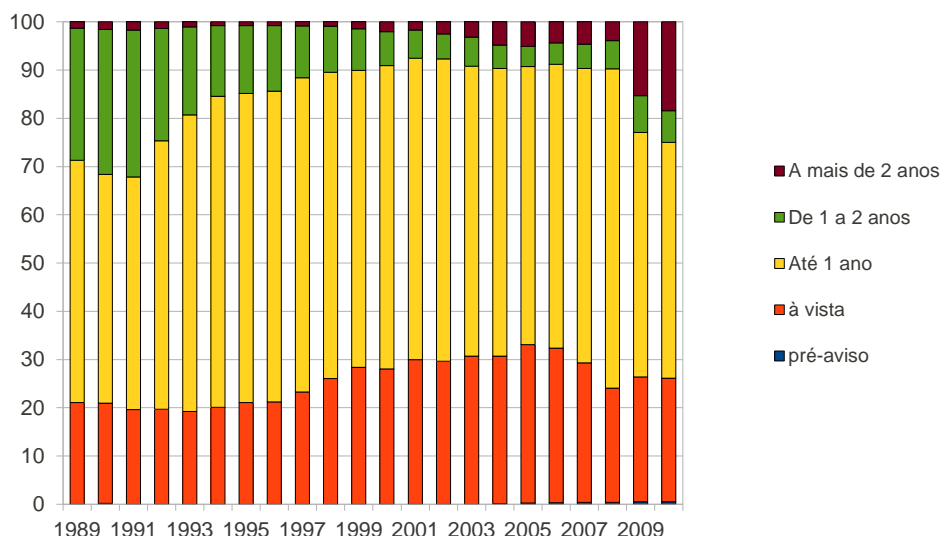
<sup>29</sup> Para uma descrição dos desenvolvimentos nos mercados financeiros neste período ver Bação (1997).

<sup>30</sup> Por exemplo, em 1995, 20% das empresas cotadas haviam sido privatizadas, correspondendo a 35% da capitalização bolsista e a 41% das ações transacionadas – GAFEEP (1996).

Esta descrição confirma um traço usual dos encaixes monetários: servem como um ativo de refúgio quando as remunerações de ativos com maior grau de risco descem. Este comportamento parece ser mais forte no caso das ações e dos fundos de investimento, e menos acentuado no caso dos fundos de pensões e outros títulos. (As reservas técnicas correspondentes a outros tipos de seguros quase não variaram neste período.) A habitação também parece desempenhar este papel, embora com menor intensidade no caso dos outros títulos. Ao longo do período 1987-2010 (antes não existiam fundos de investimento e de pensões), o peso dos outros títulos também aparece a variar inversamente com o peso dos fundos de investimento e de pensões, mas, curiosamente, não com o peso das ações. As ações, os fundos de investimento e os fundos de pensões tenderam a variar no mesmo sentido ao longo deste período. Isto pode resultar do facto de serem vistos como produtos com maior risco, nos quais se investe quando as expectativas são otimistas. Contudo, como os fundos de investimento e de pensões são heterogéneos, podendo investir em ações ou noutros tipos de ativos, o facto de tenderem a variar no mesmo sentido que o investimento em ações pode apenas refletir a presença das ações na carteira desses fundos.

As exigências de recapitalização dos bancos decorrentes da crise da dívida soberana e impostas pelo memorando da “*troika*” suscitaram uma discussão acesa em torno das taxas de juro dos depósitos. O mesmo se passou noutros países, nomeadamente em Espanha, cujo banco central penalizou os bancos que praticam taxas de juro muito elevadas para atraírem depósitos. Estas alterações têm efeitos sobre a composição da riqueza das famílias. O mesmo movimento tem ocorrido na economia portuguesa, tendo o Banco de Portugal adotado medidas semelhantes às do Banco de Espanha.

A Figura 3.17 mostra a evolução da composição dos depósitos dos particulares nas outras instituições financeiras monetárias, desde 1989. A Figura 3-17 mostra três movimentos fundamentais. O primeiro consiste no aumento do peso dos depósitos até um ano a partir de 1992, contrapartida da redução do peso dos depósitos com prazo superior. O segundo consiste no aumento do peso dos depósitos à vista a partir de 1997. O terceiro consiste no salto no peso dos depósitos a mais de dois anos em 2009, que se manteve em 2010, embora a importância deste prazo já tivesse aumentado um pouco em meados da década. Este aumento deverá refletir, por um lado, a necessidade de os bancos obterem recursos estáveis que compensem as dificuldades de financiamento no mercado interbancário e, por outro lado, a fuga dos investidores das ações e dos fundos de investimento.



**Figura 3-17: Composição dos depósitos das famílias (% dos depósitos totais)**

Fonte: Banco de Portugal.

### 3.4. Estado Social

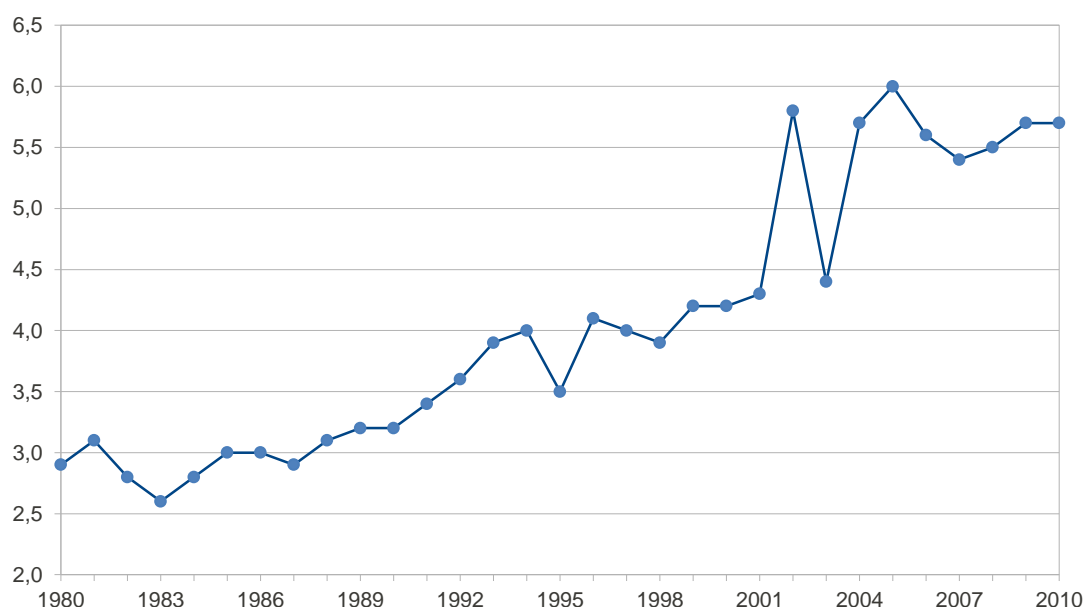
Um outro fator que pode ajudar a explicar a quebra da taxa de poupança das famílias em Portugal desde meados da década de 1980 é o aprofundamento do estado social que ocorreu neste período, incluindo a universalização no acesso à educação e à saúde e a garantia de pensões de reforma.<sup>31</sup> De facto, um nível elevado de benefícios/prestações sociais pode eliminar ou reduzir a necessidade de acumulação de riqueza pelas famílias, levando estas a poupar menos — por exemplo, Martin Feldstein (1980), usando dados para vários países da OCDE, concluiu que a introdução ou o aumento das pensões de reforma provocaram uma diminuição muito significativa na poupança. Voltaremos com detalhe a este tema no capítulo 6 deste trabalho, onde avaliamos o efeito das políticas públicas na poupança.

De acordo com um estudo recente da OCDE (Adema e Ladaique, 2009), em média, as despesas sociais do Estado nos países da OCDE aumentaram de 16% do PIB em 1980 para 21% em 2005. Destas despesas, as pensões de reforma e as despesas do Estado em saúde, que representavam, respetivamente, 7% e 6% do PIB, são as despesas mais importantes. Para Portugal, em 2005, a soma das despesas do Estado em saúde, educação e segurança social representavam, respetivamente, 6%, 4,8% e 12,9%, ou

<sup>31</sup> Para uma avaliação do impacto dos sistemas de segurança social na taxa de poupança ver, por exemplo, Callen e Thimann (1997).

seja, 23,7% do PIB. As despesas em saúde e educação representam aproximadamente 30% da despesa total em Portugal, tendo dado um importante contributo para o crescimento da despesa pública.<sup>32</sup>

Na Figura 3-18 está representada a tendência crescente das despesas em saúde em percentagem do PIB entre 1980 e 2010. O crescimento destas despesas foi muito significativo, tendo passado de 2,9% do PIB, em 1980, para 5,7% do PIB em 2010. O aumento das despesas do Estado em saúde naquele período é um reflexo da implementação do Sistema Nacional de Saúde, cujo objetivo é garantir o acesso universal aos cuidados de saúde. Fatores como o envelhecimento da população portuguesa e alterações tecnológicas influenciaram também o aumento significativo das despesas do Estado em saúde. A garantia de acesso a cuidados de saúde reduziu a necessidade de poupança das famílias.



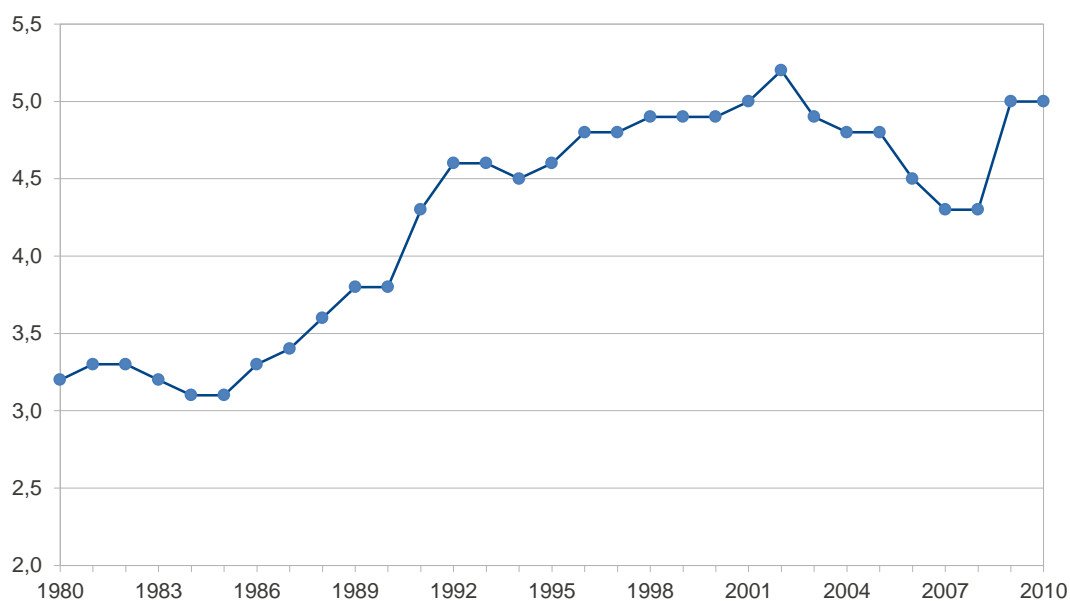
**Figura 3-18: Despesas do Estado em saúde (% PIB)**

Fonte: PORDATA.

Também as despesas do Estado em educação, com o alargamento da rede de ensino básico, secundário e superior, aumentaram de forma quase contínua nas últimas décadas — ver Figura 3-19. Entre 1980 e 2010 as despesas do Estado em educação em percentagem do PIB aumentaram de cerca de 3% para 5%. A oferta de ensino público,

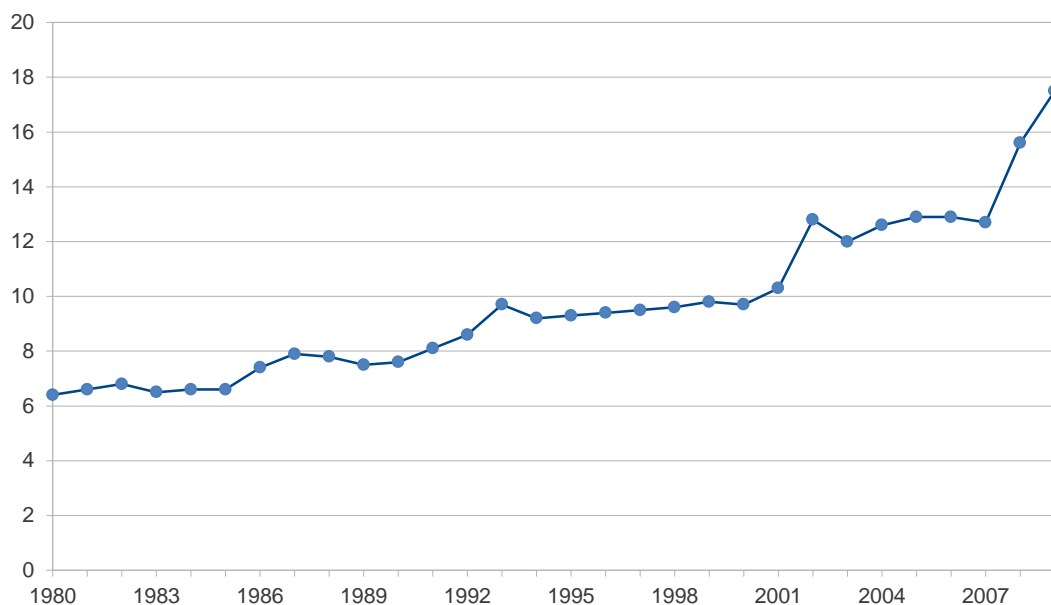
<sup>32</sup> Ver a este propósito Braz *et al.* (2009).

nos diferentes níveis, bem como a existência de apoios sociais aos estudantes, reduziu também significativamente a necessidade de poupança das famílias.



**Figura 3-19: Despesas em educação (% PIB)**

Fonte: PORDATA.



**Figura 3-20: Despesas da Segurança Social (% PIB)**

Fonte: PORDATA.

Na Figura 3-20 apresentamos mais uma medida do aprofundamento do estado social: as transferências internas (subsídios de desemprego, pensões, rendimento social de

inserção, etc.) para as famílias em percentagem do PIB. Da análise da Figura 3.20 podemos concluir que as transferências aumentaram de forma contínua desde o início dos anos 1980, tendo acelerado depois do início da década de 1990, aumentando de um valor de aproximadamente 10% do PIB para atingirem, em 2009, 17,5% do PIB. No entanto, é necessário ter em consideração que 2009 foi o ano em que a crise financeira afetou a economia portuguesa de forma mais intensa, com consequências graves sobre a taxa de desemprego, por exemplo.

Outro elemento fundamental a ter em conta na análise das despesas do Estado Social é a estrutura demográfica da população. No caso português, a evolução dos indicadores demográficos é preocupante e passível de causar mais dificuldades ao Estado Social. Com efeito, o peso da população em idade ativa (entre 15 e 64 anos) está a diminuir desde 1999. Esta diminuição reflete uma tendência ainda mais antiga de redução da proporção de jovens na população portuguesa, que em 2010 era apenas 15%, e de aumento do peso dos idosos, que representavam 18% da população naquele ano. Se, por um lado, este aumento do peso dos idosos resulta do aumento da longevidade dos indivíduos, mercê das melhores condições de vida e de acompanhamento médico, por outro lado, confrontado com a redução da taxa de fertilidade em Portugal (uma das mais baixas da Europa), coloca enormes desafios ao financiamento do sistema de segurança social. Este assunto será discutido no capítulo 6.

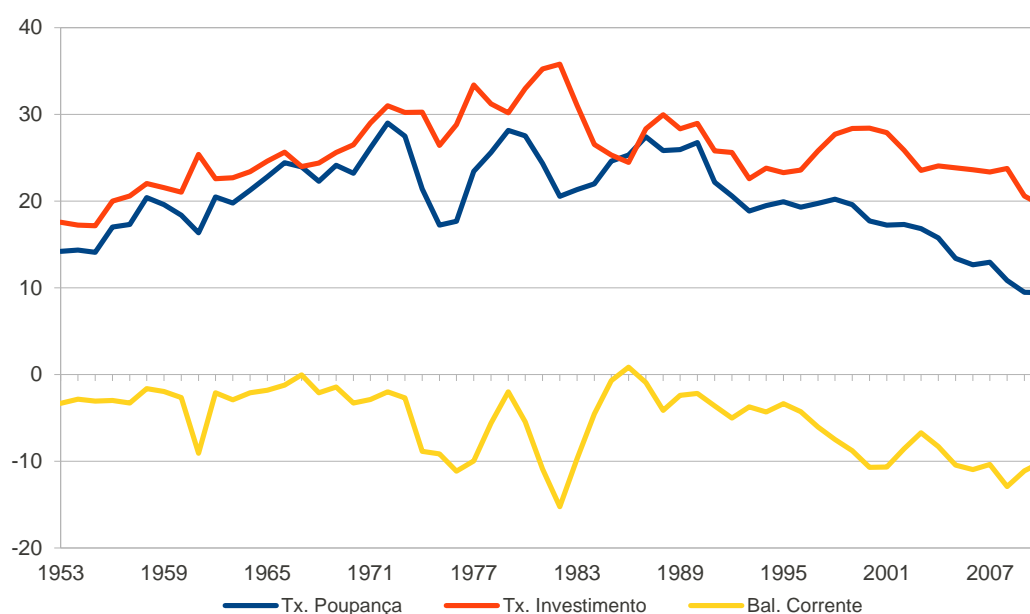
A importância das despesas sociais, e, em particular, do sistema de pensões para o comportamento da poupança das famílias será analisado e discutido com maior detalhe nos capítulos 4 e 6. Por agora, descrevemos o problema do declínio da poupança e do endividamento externo da economia portuguesa nas últimas décadas. Finalizaremos este capítulo analisando a evolução da poupança do Estado.

### **3.5. O declínio da poupança e o endividamento externo da economia portuguesa**

A crise da dívida soberana, que afeta a economia portuguesa desde a crise financeira internacional, resulta, em parte, do agravamento dos défices da balança corrente desde meados da década de 1990. Recuperando a equação (2.1) do capítulo 2, podemos ver que o défice externo pode ser interpretado como refletindo a escassez de poupança face ao nível de investimento:

$$Poupança - Investimento = Saldo da Balança Corrente$$

Depois de duas décadas de crescimento, a taxa de poupança da economia portuguesa atingiu um máximo no início dos anos 1970 — ver Figura 3-21. A partir desta altura, com quebras acentuadas na segunda metade da década de 1970 e na primeira metade da década de 1980, coincidentes com crises de pagamentos externos que motivaram duas intervenções do Fundo Monetário Internacional e seguidas de recuperações, a taxa de poupança da economia portuguesa iniciou uma trajetória descendente, que acelerou no início dos anos 1990 e se manteve até à crise financeira internacional.



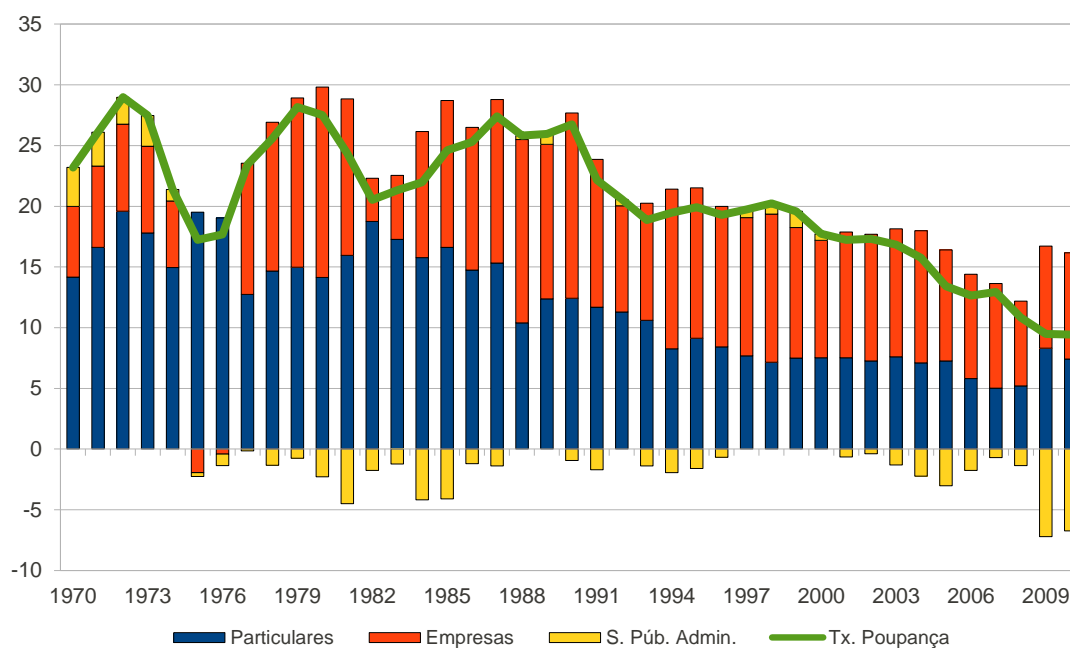
**Figura 3-21: Poupança, investimento e balança corrente (% PIB)**

Fonte: Banco de Portugal.

Na Figura 3-22 estão representados os contributos dos diferentes sectores — famílias, empresas e Estado — para a taxa de poupança da economia portuguesa, entre 1970 e 2010. Da análise desta figura destaca-se a redução da poupança das famílias e das empresas, mantendo-se a contribuição de cada um desses sectores aproximadamente constante ao longo do período, e ainda a contribuição negativa do sector Estado na maior parte do período, tendo-se agravado nos últimos anos.

Em termos médios, a redução da taxa de poupança nacional no período 1977-1991 para o período 1992-2010, ficou a dever-se em 80% à redução da taxa de poupança das famílias, tendo os restantes 20% ficado a cargo da redução da poupança das empresas. Ou seja, apesar da contribuição negativa do Estado para a poupança, a tendência

decrecente da poupança na economia portuguesa é explicada integralmente pela queda da poupança dos privados.



**Figura 3-22: Contributos para a taxa de poupança (% RD)**

Fonte: Banco de Portugal.

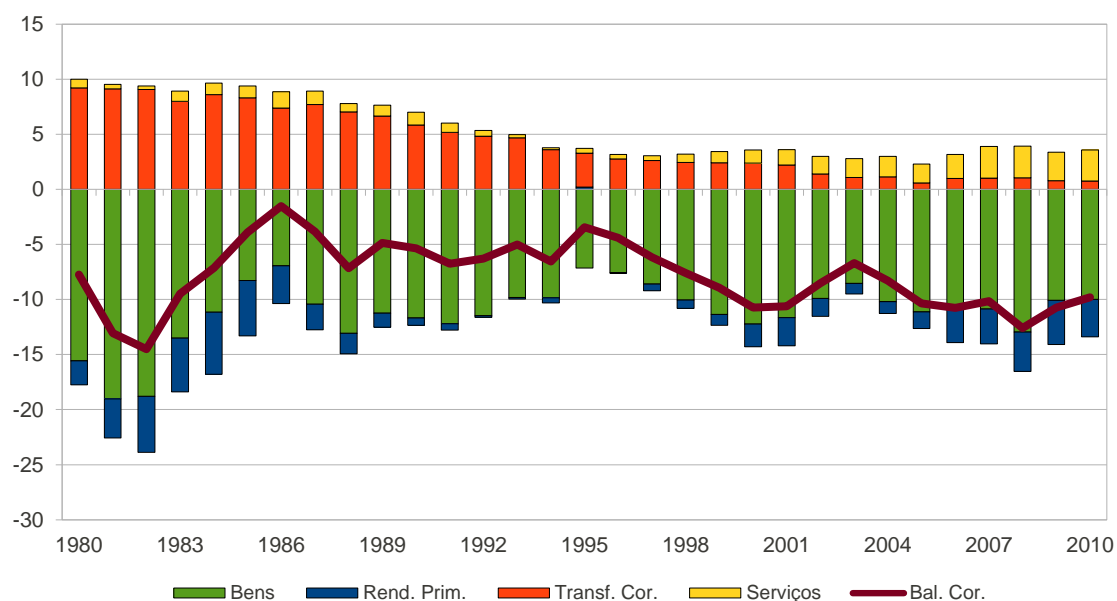
Até ao início dos anos 1970, com a exceção de um curto período na viragem da década de 1950 para a década de 1960, a taxa de investimento seguiu muito de perto a taxa de poupança, o que se refletiu numa balança corrente equilibrada e até ligeiramente excedentária em alguns anos. A partir do início dos anos 1970, a evolução da taxa de poupança desligou-se da taxa de investimento, refletindo-se essa diferença, com poucas exceções, em défices da balança corrente. Desde meados dos anos 1970, o aumento do défice da balança corrente só foi interrompido por crises de pagamentos externos, que obrigaram a acordos com o Fundo Monetário Internacional em 1977, 1983 e 1984, e 2011.<sup>33</sup>

Para podermos avaliar o contributo das diferentes componentes para os défices da balança corrente, apresentamos na Figura 3-23 as balanças que compõem a balança corrente: bens, serviços, transferências correntes e rendimentos.

<sup>33</sup> Os acordos com Fundo Monetário Internacional em 1977, 1983 e 1984 podem ser consultados em Piriquito (2011).



Da análise da Figura 3-23 conclui-se que o défice da balança corrente se deve essencialmente ao défice da balança de bens — este, desde 1998, apenas em dois anos foi inferior a 10%.<sup>34</sup> Até 2001, altura em que a sua importância diminuiu de forma significativa, as remessas dos emigrantes contrabalançavam parcialmente aquele desequilíbrio. A partir de 2002 a balança de serviços tornou-se a componente positiva com mais importância para a balança corrente.



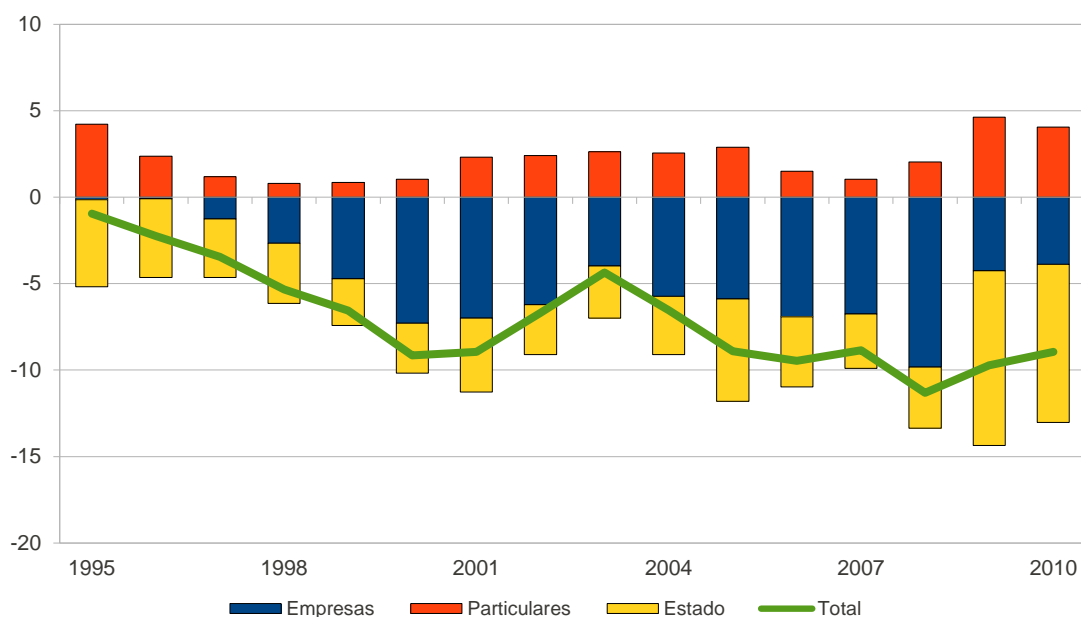
**Figura 3-23: Decomposição da balança corrente (% PIB)**

Fonte: Banco de Portugal.

Na Figura 3-24 estão representados os dados relativos à capacidade líquida de financiamento da economia portuguesa, i.e., a diferença entre poupança e investimento dos sectores Estado, famílias e empresas. A capacidade líquida de financiamento total da economia apresenta um padrão de evolução muito similar ao da balança corrente. De facto, a análise desta figura permite-nos aferir o contributo do Estado, famílias e empresas para o desequilíbrio externo da economia portuguesa. Podemos ver que as famílias têm tido capacidade líquida de financiamento positiva ao longo do período em análise, embora em alguns anos tenha sido muito reduzida, e nunca superior a 5%. O Estado, pelo contrário, teve durante todo o período capacidade líquida de financiamento negativa. As necessidades de financiamento do Estado agravaram-se significativamente no período pós-crise financeira internacional, i.e., nos anos 2009 e 2010. As empresas

<sup>34</sup> Bento (2009) destaca o papel da estrutura de incentivos na redução da competitividade do setor transacionável em Portugal.

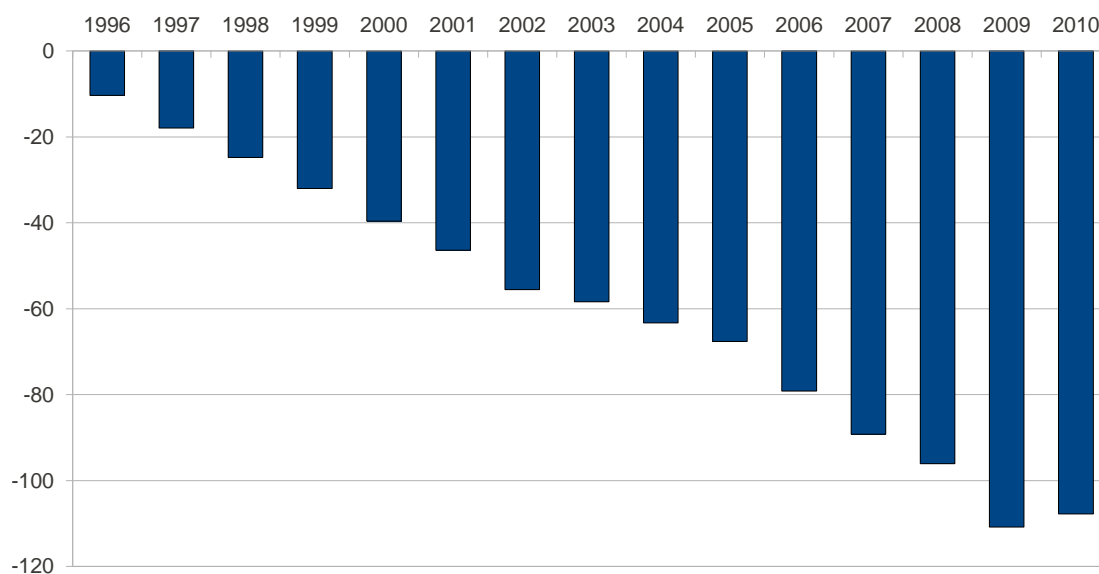
tinham no início do período uma capacidade líquida de financiamento positiva, embora muito reduzida, tendo-se tornado os principais devedores em termos líquidos da economia portuguesa — em 2008, as necessidades líquidas de financiamento das empresas atingiram 10% do PIB. Contudo, em 2009 e 2010, fruto da crise financeira, as empresas reduziram as suas necessidades de financiamento. No capítulo 4, analisaremos alguns dos fatores que terão estado na origem das elevadas necessidades de financiamento das empresas portuguesas no período em análise.



**Figura 3-24: Capacidade líquida de financiamento (% PIB)**

Fonte: AMECO.

Os défices da balança corrente acumulados e as elevadas necessidades de financiamento da economia portuguesa resultaram numa posição de investimento internacional negativa, que em 2009 ultrapassou os 100% do PIB português — ver Figura 3-25. Esta posição, associada à crise financeira e da dívida soberana, torna a poupança nacional cada vez mais importante para o financiamento da economia portuguesa. Terminamos este capítulo analisando precisamente a componente mais negativa da poupança nacional: a poupança do Estado. A poupança das famílias e a poupança das empresas serão analisadas no capítulo seguinte.

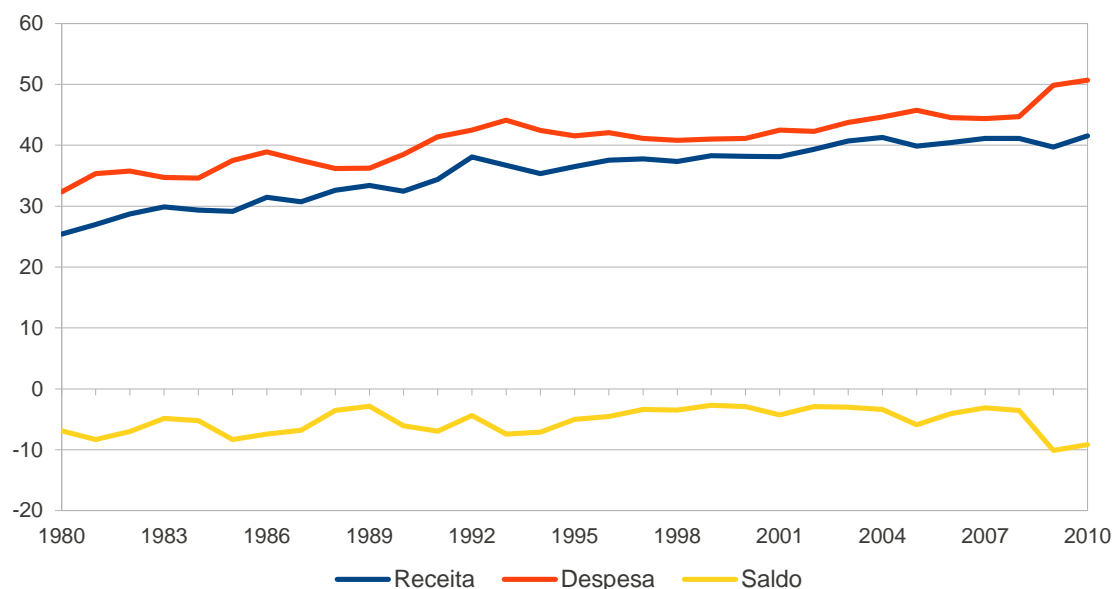


**Figura 3-25: Posição de investimento internacional (% PIB)**

Fonte: AMECO.

### 3.6. A poupança do Estado

O crescimento do Estado Social acima descrito tornou o Estado um elemento central e onnipresente na economia portuguesa, quer pela parte da despesa que direta ou indiretamente controla, quer pela quantidade de recursos que retira às pessoas na forma de impostos, taxas e outras formas. A crise da dívida soberana que afeta a economia portuguesa é, em grande medida, o resultado do peso que o Estado assumiu e da forma como o seu crescimento foi financiado recorrendo à dívida pública *stricto sensu*, esquemas de *leasing*, parcerias público-privadas ou outras formas contabilísticas de diferimento das despesas.



**Figura 3-26: Receitas, despesas e saldo orçamental (% PIB)**

Fonte: AMECO.

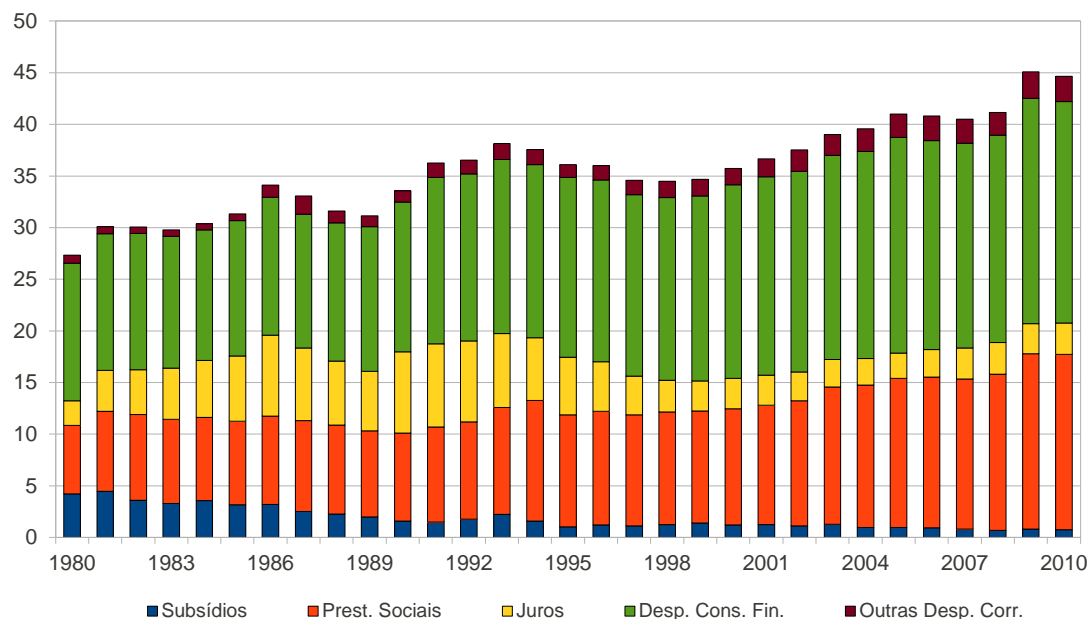
De facto, a poupança do setor público administrativo foi sistematicamente negativa nas últimas três décadas. Na Figura 3-26, para além do défice, estão também representadas as receitas e as despesas em percentagem do PIB — ambas aumentaram, entre 1980 e 2010, cerca de 15 pp, atingindo, respetivamente, cerca de 40% e 50% do PIB. O aumento do peso das despesas e das receitas no PIB acelerou a partir do final dos anos 1980 e durante a década de 90 — no período 1986-2008 Portugal encontra-se entre os países da OCDE que registaram os maiores aumentos da despesa pública.<sup>35</sup>

No aumento da despesa do Estado destacou-se o aumento das despesas correntes — ver Figura 3-27 — e de entre aquelas, destacou-se o aumento das despesas em consumo final e em prestações sociais.

Em relação à despesa do Estado em consumo final — ver Figura 3-28 — a maior parte são remunerações e consumo intermédio e ambas aumentaram o seu peso em percentagem do PIB de forma muito significativa a partir do final da década de 1980: o

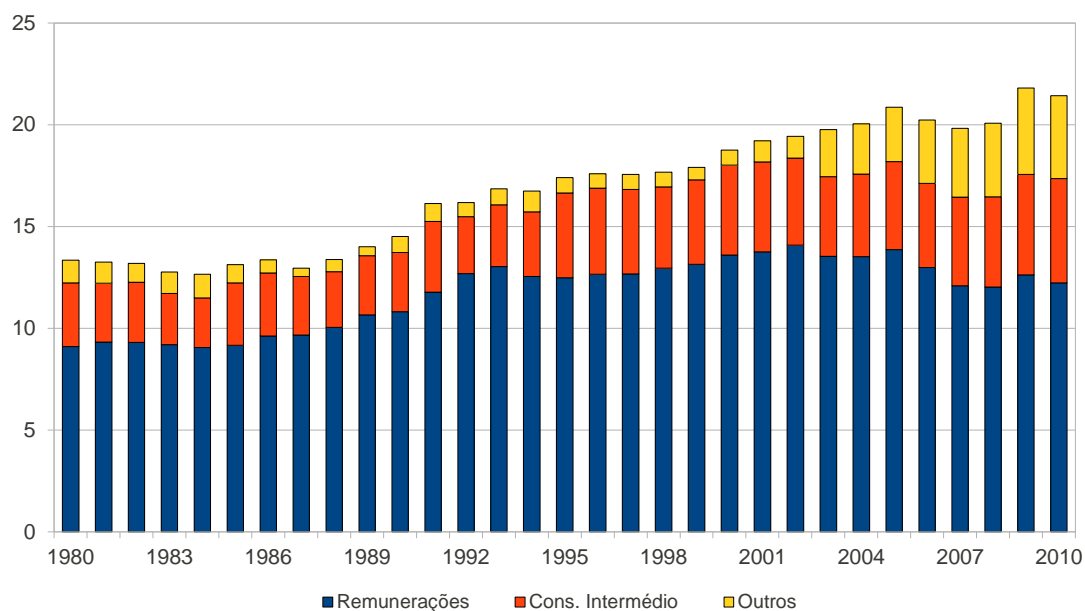
<sup>35</sup> Utilizando a base de dados AMECO – série UUTGE – Portugal é o país que registou o maior crescimento da despesa pública no período 1986-2008. Convém notar que com a reforma fiscal de 1988/1989 os funcionários públicos passaram a pagar imposto sobre os salários. Como refere o Ministro das Finanças à altura da reforma, Miguel Cadilhe, “A despesa (tal como a receita) deu, então, um salto que permanece pelos anos fora – razão por que a comparação inter-anos não deverá ser feita sem cuidar desta alteração.” (Cadilhe, 2005, p. 129).

peso das remunerações pagas pelo Estado no PIB aumentou de cerca de 10% em 1988 para cerca de 13% em 2005, tendo diminuído ligeiramente nos anos seguintes.



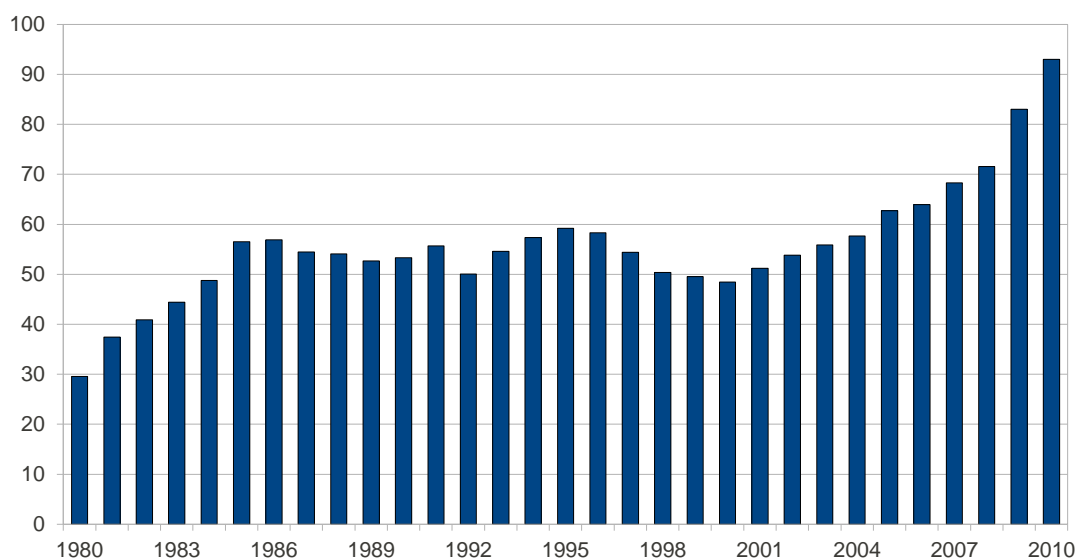
**Figura 3-27: Despesa corrente (% PIB)**

Fonte: AMECO.



**Figura 3-28: Despesa de consumo final (% PIB)**

Fonte: AMECO.



**Figura 3-29: Dívida pública (% PIB)**

Fonte: AMECO.

Uma das consequências do grande aumento da despesa foi o aumento da dívida pública nas últimas décadas — ver Figura 3-29. No entanto, foi no início do século XXI que uma tendência crescente da dívida pública em percentagem do PIB se tornou clara, i.e., depois do esforço para cumprir os critérios de Maastricht que permitiram a adesão ao euro. A evolução da dívida pública em percentagem do PIB pode ser dividida em três períodos. Até 1992, a dívida pública diminuiu em resultado do forte crescimento do PIB nominal, de excedentes primários e das receitas das privatizações. Entre 1992 e 2000, a dívida pública manteve-se estável em resultado da redução das taxas de juro e ainda das receitas das privatizações. Finalmente, desde 2001, o fraco crescimento do PIB nominal e os elevados défices primários conjugaram-se para colocar a dívida pública numa trajetória explosiva, que culminou com um pedido de resgate à União Europeia, ao Banco Central Europeu e ao Fundo Monetário Internacional.

### 3.7. Conclusão

Neste capítulo fizemos o enquadramento macroeconómico da poupança em Portugal. Em termos nominais, a economia estabilizou com a adoção da moeda única. Depois de um processo de convergência notável, a inflação estabilizou na casa dos 2%. A taxa de juro de longo prazo acompanhou esta tendência de queda até à adesão ao euro e de estabilidade depois disso; raramente superou os 5%. Em termos reais, o panorama não

foi tão bom: Portugal deixou de crescer a partir do ano 2000 e o desemprego não parou de aumentar desde então.

Contra este pano de fundo, o país assistiu a um forte desenvolvimento financeiro, que permitiu que grande parte das restrições de liquidez que as famílias e empresas enfrentavam até ao início dos anos 1990 desaparecesse. Se, por um lado, o desenvolvimento financeiro, com a redução das restrições de liquidez, permitiu às instituições financeiras fornecer mais fundos que financiassem as atividades económicas, por outro lado, a descida das taxas de juro aumentou a riqueza financeira e patrimonial das famílias, que assim se sentiram tentadas a consumir mais. Ou seja, quer do lado da oferta quer do lado da procura, reuniram-se as condições para um aumento impressionante do endividamento dos privados.

De um ponto de vista macroeconómico, esta tendência poderia ter sido contrariada pela ação do Estado. No entanto, o Estado Social não parou de engrossar. Este crescimento do Estado foi acompanhado por um aumento das receitas do Estado (essencialmente impostos e taxas) e por poupanças negativas (mais endividamento), que se traduziram numa capacidade líquida de financiamento crescentemente negativa.

Todos estes fatores conjugados fizeram com que o rácio entre a dívida pública e o PIB não parasse de crescer. Repare-se que a equação de sustentabilidade da dívida pública<sup>36</sup> diz-nos que, para uma dívida pública de 70% do PIB, uma taxa de juro de 4,5% e um crescimento do PIB nominal de 4.5%, o saldo orçamental primário teria de ser nulo para garantir que o rácio da dívida parava de aumentar.

Com a crise financeira, as taxas de juro aumentaram, a taxa de crescimento do PIB assumiu valores inusitadamente negativos e o défice orçamental disparou. Ou seja, inevitavelmente, o rácio da dívida pública adquiriu uma trajetória insustentável que culminou na crise da dívida soberana.

No capítulo 4 analisamos a contribuição dos sectores das famílias e das sociedades não financeiras para o comportamento da poupança na economia portuguesa nas últimas décadas.

---

<sup>36</sup>  $\Delta D_t = D_{t-1}(i_t - g_t) + SOP_t$ , em que do lado esquerdo da equação temos a variação do rácio da dívida. Do lado direito,  $D_{t-1}$  representa a dívida do ano anterior,  $i_t$  a taxa de juro da dívida,  $g_t$  a taxa de crescimento do PIB e  $SOP_t$  o saldo orçamental primário (isto é, excluindo as despesas com juros) em percentagem do PIB.

## **4. A poupança das famílias e das empresas**

---

No capítulo anterior enquadrámos o comportamento da poupança em Portugal no contexto da evolução da economia portuguesa desde meados dos anos 1980. Nesse período a poupança apresentou uma tendência decrescente. Apesar de termos concluído que o Estado contribuiu negativamente para a poupança nacional (exceto em 1988/89 e nos anos que antecederam a entrada no euro), verificámos que a tendência decrescente da taxa de poupança da economia portuguesa se deve ao comportamento do setor privado.

Assim, neste capítulo analisaremos com mais detalhe o comportamento da poupança privada. A nossa análise distingue, por um lado, entre a poupança das famílias e a poupança das empresas. Por outro lado, utilizamos não só dados agregados para as famílias e empresas, mas também dados microeconómicos ao nível da família e da empresa. Os dados disponíveis serão objeto de análises descritivas e econométricas.

O capítulo está dividido em duas secções. A secção 4.1 é dedicada ao estudo da poupança das famílias. Nela começamos por discutir o conceito de poupança. Seguidamente, recordamos as teorias fundamentais do comportamento do consumo e da poupança. Na parte final da primeira secção, utilizamos modelos econométricos para explicar o comportamento da poupança das famílias, tanto ao nível agregado como ao nível microeconómico.

A secção 4.2 deste capítulo analisa a poupança das empresas. A nossa análise dará particular atenção ao pagamento de juros e à distribuição de dividendos. A existência de dados microeconómicos irá permitir um estudo mais detalhado do comportamento das sociedades não financeiras.

### **4.1. A poupança das famílias**

#### **4.1.1. Rendimento, consumo e poupança**

A palavra poupança pode ter várias interpretações. Por isso, é importante discutir com mais detalhe o significado da poupança, que já foi apresentado em termos gerais no capítulo 2. Grande parte dos dados que utilizamos neste relatório é produzida pelo



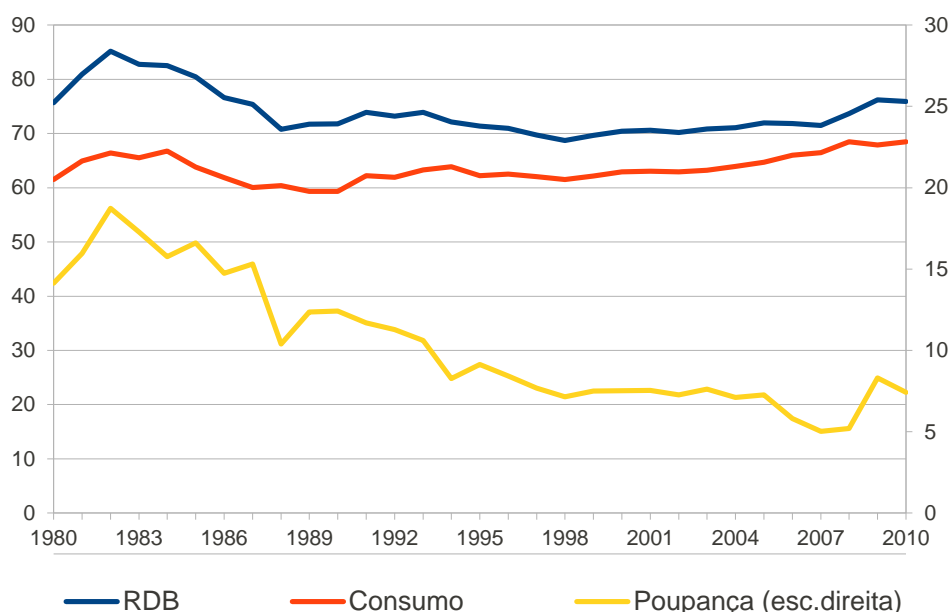
sistema de contabilidade nacional.<sup>37</sup> Nesse sistema, a poupança nacional é vista como o valor que está disponível para financiar a acumulação de capital, sob a forma de investimento em ativos produtivos no país, ou sob a forma de ativos estrangeiros. Note-se que a poupança nacional é a soma das poupanças dos particulares (famílias e instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias), das empresas (sociedades financeiras e não financeiras) e do Estado. No caso das famílias, a poupança é a diferença entre o seu rendimento disponível e a sua despesa de consumo final. Esta definição pode chocar com algumas ideias acerca do que deve ser considerado poupança. Por exemplo, a despesa de consumo final inclui as despesas em educação e com a aquisição de bens duráveis (e.g., automóveis, eletrodomésticos, mobiliário doméstico). No caso dos bens duráveis, que são contabilizados na íntegra no ano da aquisição, as famílias usufruem dos seus serviços ao longo de vários anos. Neste sentido, não estão muito longe de bens de investimento, pelo que se poderia pensar em não os considerar, na totalidade, como consumo no ano em que são adquiridos.<sup>38</sup> Um aspeto provavelmente mais importante do que este diz respeito ao tratamento das despesas em educação e, de certa forma, em saúde. As contas nacionais salientam o papel da poupança na acumulação de bens de capital, refletindo a importância destes para o crescimento económico. Mas tem sido cada vez mais reconhecida a importância para o crescimento económico de um outro tipo de capital: o capital humano, que interage com os bens de capital no processo produtivo. A educação da força de trabalho, com o contributo do estado de saúde dessa força de trabalho, é um elemento fundamental na determinação do *stock* de capital humano existente num país e, portanto, da produção que se pode obter a partir do *stock* de capital disponível nesse país. Este tipo de despesa parece ainda mais perto das características dos bens de investimento. Não é pois de estranhar que o valor das despesas em educação tenha sido referido por alguns estudiosos do tema (como Eisner, 1991) norte-americanos como um argumento contra os que criticam a baixa taxa de poupança das famílias nos EUA, embora as taxas de poupança ajustadas para terem em conta este tipo de despesa continuem a exibir uma tendência decrescente. Normalmente, estas taxas ajustadas procuram também abarcar outro exemplo da possível diferença entre a definição de poupança na

---

<sup>37</sup> O Apêndice 9.1. apresenta uma descrição simplificada do enquadramento da poupança no sistema de contas nacionais.

<sup>38</sup> A habitação merece um tratamento especial no sistema de contas nacionais. A aquisição de habitação é tratada como um investimento (formação bruta de capital fixo). Após esse investimento, o dono da habitação é encarado como sendo o produtor de um serviço de alojamento, seja ou não ele próprio o utilizador da habitação. À prestação desse serviço correspondem, naturalmente, o rendimento auferido pela prestação e o consumo desse serviço, avaliados através da renda estimada para habitações com as mesmas características.

contabilidade nacional e o que poderia ser julgado adequado, e que diz respeito à ideia da poupança como variação da riqueza. De facto, ao calcular a poupança como a diferença entre o rendimento disponível e a despesa de consumo final, as contas nacionais excluem da poupança as variações da riqueza resultantes, por exemplo, da alteração do valor das habitações, das ações e de outros ativos que as famílias possuem. Alguém que possua ações que se tenham valorizado poderá pensar que pode gastar uma parte maior do seu rendimento disponível do que alguém que não beneficiou de tal valorização do património. De qualquer modo, como dissemos, a inclusão destas considerações no cálculo da taxa de poupança das famílias não tem sido suficiente para eliminar a tendência decrescente nessa taxa. Também tem sido sugerido que se corrija o valor da taxa de poupança para contemplar o efeito da inflação sobre o valor real dos ativos detidos pelas famílias. Contudo, tal exige hipóteses e dados adicionais para medir esse efeito. O mesmo problema ocorre quando se pensa em corrigir a taxa de poupança para ter em conta as contribuições para a segurança social, que são subtraídas no cálculo do rendimento disponível das famílias e, deste modo, não são consideradas poupança — voltaremos a discutir esta questão no capítulo 6 deste trabalho. Em face destas dificuldades, será com a taxa de poupança não ajustada que trabalharemos.



**Figura 4-1: Rendimento disponível bruto, consumo e poupança das famílias (% RND)**

Fonte: Banco de Portugal.

Na Figura 4-1, apresentamos a taxa de poupança das famílias, dada pela diferença entre o rendimento disponível e do consumo, ambos em percentagem do rendimento

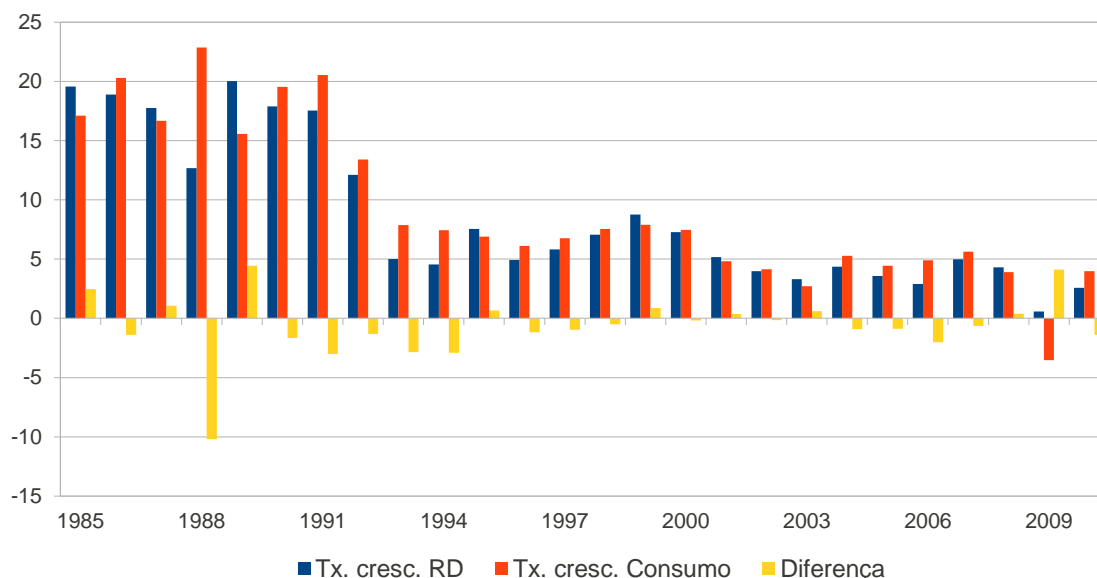
disponível bruto da economia nacional. Da análise desta figura podemos ver que essa diferença se foi estreitando ao longo do tempo, refletindo-se numa tendência decrescente da taxa de poupança desde o início dos anos 1980.

A Figura 4-2 compara a taxa de crescimento nominal do rendimento das famílias com a taxa de crescimento nominal do consumo.<sup>39</sup> Destaca-se o ano de 1988, em que o consumo cresceu cerca de 10 pp acima do crescimento do rendimento disponível. Da análise deste gráfico conclui-se que a descida da taxa de poupança das famílias ocorreu essencialmente no ano de 1988 (de 23,6% para 16,7%, tendo sido parcialmente corrigido em 1989, para 19,7%) e entre 1990 e 1994, ano em que atingiu 10,8%. Convém, no entanto, referir que a dimensão da quebra da taxa de poupança em 1988 não foi visível nas contas nacionais publicadas na época: segundo o Relatório do Conselho de Administração do Banco de Portugal referente a 1988, a taxa de poupança das famílias passou de 24,8%, em 1987, para 22,5% em 1988. Neste ano, registou-se um aumento muito significativo do consumo de bens duradouros, que poderá ser explicado pelo fim da quota às importações de automóveis, para além das expectativas positivas quanto ao futuro do país, recém-entrado na CEE e com um governo com maioria parlamentar, que introduziu uma série de medidas para liberalizar a atividade económica, nomeadamente no sector financeiro. Foi neste período que alguns instrumentos de crédito, como o *leasing* (contratos de locação financeira), foram introduzidos, criando maior facilidade de acesso ao crédito — ver capítulo 3, secção 3.3. Deve também ser recordado que a economia portuguesa vinha de um período (1983-85) de correção do défice externo, assente no programa acordado com o FMI na sua segunda intervenção em Portugal. O aumento do consumo nos anos seguintes pode ter sido exacerbado pela imagem de contraste com esse período, para mais ampliada pelos efeitos económicos e psicológicos da adesão à CEE. Uma das componentes desse aumento do consumo estará certamente associada ao forte aumento do património habitacional nestes anos (quase 15% em 1988). O governo procurou contrariar este aquecimento da economia portuguesa, tendo-se registado uma redução do défice orçamental e um endurecimento da política monetária em 1989.

Na Figura 4-2 destaca-se também a relativa estabilidade da taxa de poupança de 1998 a 2005, interrompida por uma variação em U de 2006 a 2009, ano em que regressou a valores próximos dos anteriores à queda — voltaremos a este tema na secção 4.1.3.

---

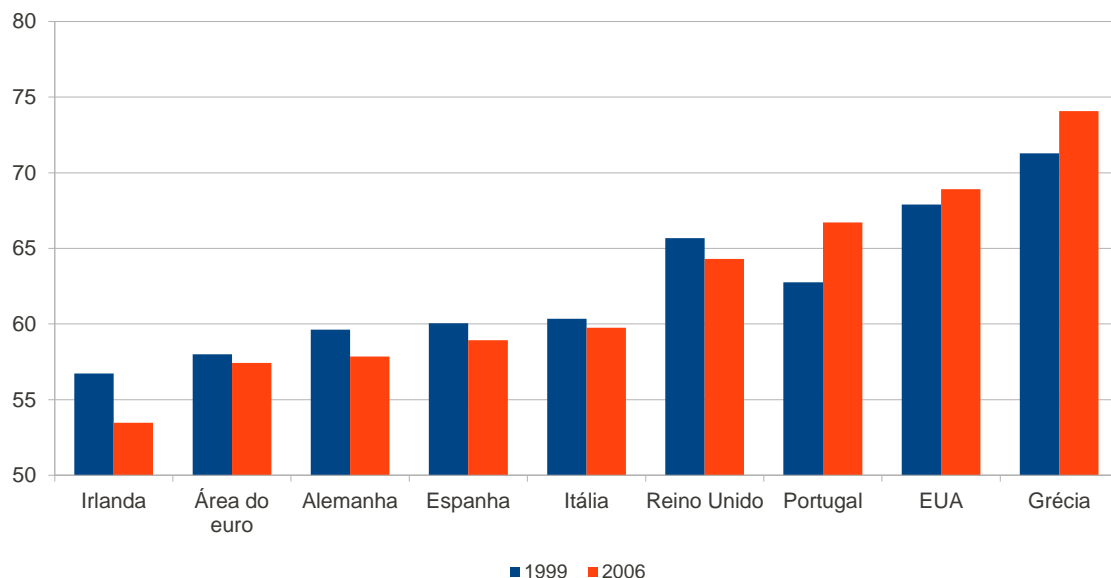
39 O cálculo de taxas de crescimento reais com recurso a um deflator comum não alteraria a discussão que apresentaremos em seguida. De qualquer modo, é de salientar que entre os países da OCDE para os quais temos dados (fonte: AMECO), Coreia do Sul, Portugal e a Irlanda são os países que registaram as maiores taxas de crescimento real do consumo privado entre 1986 e 1999.



**Figura 4-2: Taxa de crescimento nominal do consumo e do rendimento disponível das famílias**

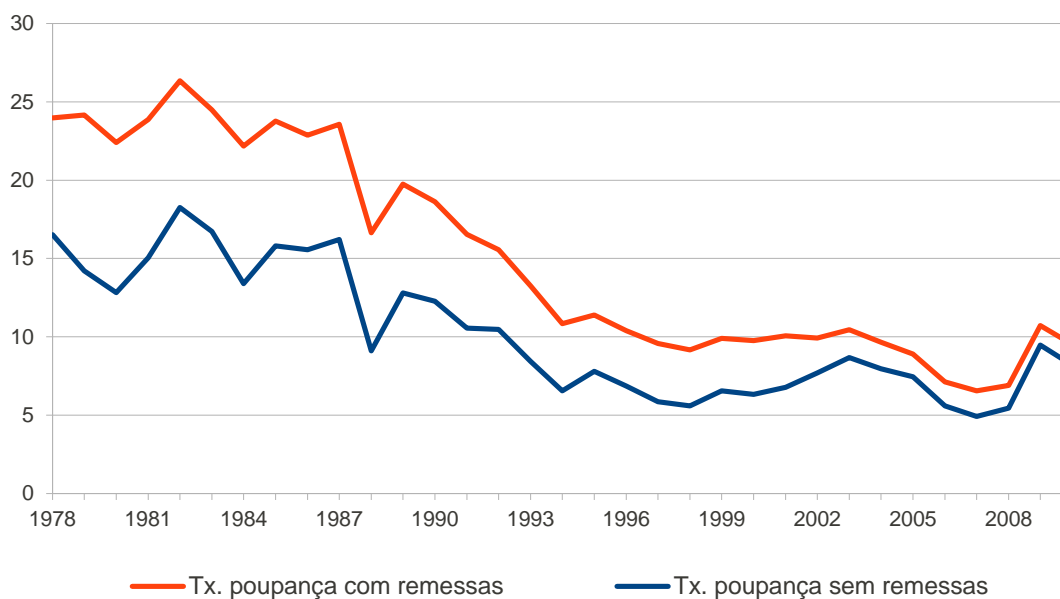
Fonte: Banco de Portugal.

Uma outra forma de avaliar a evolução da taxa de poupança consiste na análise do peso do consumo no rendimento disponível nacional. A Figura 4-3 apresenta o peso do consumo no rendimento disponível em Portugal e noutros países, nos anos 1999 (entrada no euro) e 2006 (ano anterior à crise financeira internacional). O peso do consumo em Portugal está claramente acima do que acontece no conjunto da área do euro. Além disso, enquanto esse peso se manteve sensivelmente constante na área do euro (variou entre 57 e 58%), em Portugal aumentou de 63 para 67%. Por outras palavras, em Portugal o peso do consumo no rendimento disponível é 10 pp superior ao que sucede na área do euro. De facto, Portugal encontra-se no grupo de países onde o peso do consumo é mais elevado — os outros são a Grécia, os Estados Unidos e o Reino Unido. Todos estes países estão atualmente em dificuldades. No contexto da atual crise, a correção dos desequilíbrios externos terá de passar por uma diminuição do peso do consumo. Os últimos dados para a economia portuguesa mostram que esse processo pode já estar em curso, tendo-se registado no mês de setembro a maior queda homóloga em termos percentuais do indicador de confiança dos consumidores desde que há registos.



**Figura 4-3: Peso do consumo (% RD Nacional)**

Fonte: Banco de Portugal.



**Figura 4-4: Taxa de poupança com e sem remessas dos emigrantes (% RD)**

Fonte: Banco de Portugal.

Outro fator que não se pode ignorar na discussão da taxa de poupança das famílias em Portugal nas últimas décadas é o efeito das remessas dos emigrantes. Na Figura 4-4, apresenta-se a taxa de poupança das famílias incluindo e excluindo as remessas dos emigrantes. Durante os anos 1980 e até 1992, a diferença entre as duas séries é sempre

de pelo menos de 5 pp, atingindo os 10 pp em 1979. O valor máximo do saldo das remessas dos emigrantes foi registado em 1991. Nos últimos anos a importância das remessas dos emigrantes diminuiu drasticamente, em especial desde 2002, ano em que se registou uma queda de 25% nas entradas. Por outro lado, as remessas para o exterior, fruto da imigração dos anos 1990, também tiveram um efeito negativo sobre o saldo das remessas.

Antes de estimarmos um modelo econométrico da taxa de poupança das famílias, apresentamos na secção seguinte uma breve descrição das principais teorias da poupança.

#### 4.1.2. Teorias da poupança

A escolha entre poupar e consumir é uma das mais importantes para o bem-estar das famílias ao longo da vida. A teoria económica e as análises empíricas explicam a poupança das famílias pelo desejo destas manterem um padrão de consumo estável ao longo da sua vida (em particular, após o fim da vida ativa), pelo desejo de acumularem heranças para os descendentes, por precaução para enfrentarem quebras no rendimento em relação às quais há incerteza e, ainda, para a aquisição de bens duradouros ou de habitação.

Sendo a poupança a diferença entre o rendimento disponível e o consumo, as teorias da poupança são a outra face das teorias do consumo. A teoria do consumo mais simples e intuitiva foi proposta por John Maynard Keynes (1936). Segundo Keynes, o consumo obedece a uma “lei psicológica fundamental”, segundo a qual o consumo aumenta quando o rendimento aumenta, mas o aumento do consumo é inferior ao aumento do rendimento. Supondo uma relação linear entre o consumo das famílias ( $C$ ) e o rendimento disponível ( $Y$ ), podemos escrever:

$$C = a + b.Y \quad (4.1)$$

onde  $b$  é a propensão marginal a consumir ( $0 < b < 1$ ) e  $a$  toma um valor positivo, que pode ser interpretado como o consumo de subsistência. A poupança das famílias será então:

$$S = Y - C = (1 - b).Y - a \quad (4.2)$$

pelo que a taxa de poupança será:

$$s = \frac{S}{Y} = 1 - b - \left(\frac{a}{Y}\right) \quad (4.3)$$

A equação anterior implica que, no modelo *keynesiano*, a taxa de poupança das famílias será crescente com o rendimento, aproximando-se de  $1 - b$ . A teoria keynesiana, embora forneça uma primeira aproximação aceitável em certas circunstâncias, é rejeitada pelos dados quando testada num horizonte de longo prazo. Houve algumas tentativas de adaptação das hipóteses, dentro do quadro *keynesiano*, de forma a atingir uma melhor adequação aos dados, mas pouco satisfatórias.

Uma proposta inserida num quadro alternativo surgiu pela mão de Milton Friedman em 1957. Friedman analisou o comportamento de um indivíduo que toma as decisões de consumo tendo em conta não só o seu rendimento corrente, como no modelo *keynesiano*, mas também a sua riqueza, o seu rendimento futuro e o conflito entre as possibilidades de consumo no presente e no futuro. Friedman concluiu que o consumo deveria depender do “rendimento permanente” do indivíduo, isto é, duma função dos rendimentos, descontados para o presente, que o indivíduo espera vir a receber durante o seu horizonte temporal. Esta proposta destaca o papel das expectativas na determinação do consumo e da poupança. Um indivíduo que espere vir a receber rendimentos mais elevados no futuro do que no presente, quererá consumir mais hoje por conta desses rendimentos futuros. Assim, além da riqueza e das expectativas, a impaciência do indivíduo e o custo da antecipação do consumo (a taxa de juro) serão variáveis a ter em conta.

Franco Modigliani e Richard Brumberg (1954) e Albert Ando e Franco Modigliani (1963) sugeriram um modelo similar. Porém, acrescentaram à perspetiva intertemporal de Friedman um perfil de rendimento ao longo da vida (finita) do indivíduo — dando origem à “hipótese do ciclo de vida”. Segundo esta, o rendimento dos indivíduos tende a comportar-se como um U invertido, sendo baixo no início da vida ativa, alto na fase intermédia/final e muito baixo na reforma. Ao mesmo tempo, o indivíduo quererá manter um nível de consumo razoavelmente estável, de forma similar ao que acontece na teoria de Friedman. Este modelo origina assim um comportamento particular da poupança: será baixa ou negativa na fase inicial da vida ativa, será alta na fase intermédia/final e será negativa durante a reforma, quando o indivíduo recorrer às poupanças acumuladas anteriormente para manter o seu nível de consumo (embora o desejo de deixar uma herança para os descendentes possa alterar o comportamento dos mais idosos).

Utilizando o modelo do ciclo de vida é possível escrever a função consumo da seguinte forma:

$$C_t = a_0 + a_1 Y_t + a_2 Y_{t+1}^e + a_3 W_t \quad (4.4)$$

Nesta equação, o consumo ( $C$ ) depende dos rendimentos do trabalho que a família espera obter ao longo da vida ( $Y$  é o rendimento presente e  $Y^e$  é o rendimento esperado no futuro) e do valor da riqueza presente ( $W$ ).

Também no caso do modelo do rendimento permanente/ciclo de vida os resultados empíricos não são totalmente favoráveis. Uma possível explicação reside na existência de restrições de liquidez (dificuldades de acesso ao crédito) que impedem a antecipação do consumo quando o indivíduo espera que o seu rendimento venha a aumentar. Uma explicação com implicações semelhantes sugere que a existência de incerteza quanto ao futuro e a possibilidade de o rendimento vir a ser muito baixo (por exemplo, em caso de desemprego) podem ser importantes no comportamento da poupança.<sup>40</sup> A incerteza e a perspectiva de choques muito adversos podem levar os indivíduos a acumular riqueza até atingirem um nível mínimo, que possa ser usado como almofada quando ocorrem acontecimentos com consequências negativas para as possibilidades de consumo. O comportamento da poupança seria assim diferente consoante a riqueza estivesse acima ou abaixo do nível de segurança.

Um elemento que esteve presente na discussão desde cedo é a influência da demografia na taxa de poupança agregada. A hipótese do ciclo de vida sugere que as gerações mais novas e as gerações mais idosas terão taxas de poupança mais baixas do que as gerações intermédias. Deste modo, o peso de cada geração na estrutura etária poderá influenciar a taxa de poupança: uma sociedade muito jovem ou muito idosa deverá ter taxas de poupança agregada mais baixas.

Três outros fatores são muitas vezes referidos como importantes na explicação do comportamento da poupança. O primeiro é a taxa de crescimento real do PIB. No entanto, as justificações usuais para incluir esta variável no rol de variáveis explicativas a ter em conta referem-se, a nosso ver, à justificação da existência de correlação com a poupança e não à justificação da existência de causalidade. O segundo fator é a “equivalência ricardiana”. Segundo esta hipótese, que pode ser vista como uma extensão da teoria do rendimento permanente/ciclo de vida, os indivíduos também ajustam as suas decisões de consumo e poupança de acordo com os impostos que esperam vir a pagar em resultado dos défices orçamentais, ou seja, das decisões de consumo e de poupança do Estado. Assim, quando o défice orçamental aumenta, os indivíduos pouparão mais, para poderem pagar os impostos que no futuro irão saldar a dívida contraída pelo Estado

---

<sup>40</sup> Ver, por exemplo, Alexandre *et al.* (2008).



para financiar aquele défice. Apesar de intelectualmente apelativa, há várias razões teóricas para duvidar que a equivalência ricardiana seja um fator primordial nas decisões dos indivíduos, ao mesmo tempo que os estudos empíricos não têm sido conclusivos (e.g. Bernheim, 1987, e Seater, 1993). Finalmente, a existência de sistemas de segurança social pode eliminar a necessidade de poupança durante a vida ativa, que teria como objetivo manter o nível de consumo durante o período de reforma — esta questão será discutida no capítulo 6.

#### **4.1.3. Um modelo econométrico da taxa de poupança das famílias em Portugal**

Como discutimos na secção anterior, o comportamento da poupança pode depender de vários fatores. A questão que nos interessa discutir nesta secção é quais desses fatores serão mais importantes para explicar o comportamento da taxa de poupança das famílias em Portugal nas últimas décadas.

O Boletim de Inverno de 2010 do Banco de Portugal publicou um trabalho econométrico sobre esta mesma matéria (Alves e Cardoso, 2010).<sup>41</sup> Nesse modelo, a tendência decrescente da taxa de poupança em Portugal é explicada pela diminuição da taxa de juro nominal. Como o texto nota, a taxa de juro nominal presente no modelo não deve ser vista como representando o custo da obtenção de crédito, ou a remuneração da poupança. Se adotássemos esta interpretação estreita, seríamos levados a pensar, em primeiro lugar, que há “ilusão monetária” por parte das famílias portuguesas — que confundem o custo nominal do empréstimo com o seu custo real — e, em segundo lugar, que o problema da baixa taxa de poupança em Portugal se resolveria com a subida da taxa de juro. Como o texto de Alves e Cardoso refere, esta interpretação estreita do papel da taxa de juro nominal deve ser evitada porque a redução da taxa de juro no período em análise ocorreu ao mesmo tempo que outros fatores, nomeadamente a estabilização nominal da economia portuguesa (o processo de desinflação no final dos anos 80, início dos anos 90), a liberalização e o desenvolvimento do sistema financeiro português.<sup>42</sup>

---

<sup>41</sup> É importante notar que os dados divulgados em 2011 com o Boletim Económico de Verão do Banco de Portugal, nos quais nos baseamos, implicam taxas de poupança um pouco diferentes das que resultavam da utilização dos dados disponíveis anteriormente. Este facto ajuda a entender as diferenças entre o nosso estudo e o de Alves e Cardoso (2010), a quem agradecemos a disponibilização da base de dados. Uma diferença significativa diz respeito ao período 1994-1995, período no qual os novos dados mostram uma oscilação da taxa de poupança menos acentuada do que aquela que os dados anteriores revelavam.

<sup>42</sup> Summers e Carroll (1987) salientam que nos EUA, nos anos 1980, a descida da taxa de poupança coincidiu com um aumento da taxa de juro real.

Assim, por exemplo, em vez da taxa de juro poderia usar-se a taxa de inflação como fator determinante da tendência de redução da taxa de poupança.

É importante adicionar uma outra vertente a esta discussão: a maior facilidade de acesso ao crédito não teria tido um impacto aparentemente tão significativo se não tivesse ocorrido em circunstâncias que propiciassem o efetivo aumento do endividamento. A nosso ver, estas circunstâncias propiciadoras do aumento do endividamento terão sido essencialmente duas: o desenvolvimento do estado social e as expectativas quanto ao efeito da integração europeia no nível de vida dos portugueses. Quanto ao desenvolvimento do estado social, pensamos ser claro que os motivos para poupar se reduzem fortemente numa economia em que as despesas de saúde e educação são, no essencial, cobertas pelo estado, e em que as pensões são calculadas de forma generosa face ao que foram os descontos ao longo da vida ativa. Contudo, no período em análise (1985-2010) não foi possível encontrar um modelo econométrico que corrobore esta hipótese, possivelmente porque o essencial do enquadramento do estado social já teria sido estabelecido anteriormente.<sup>43</sup>

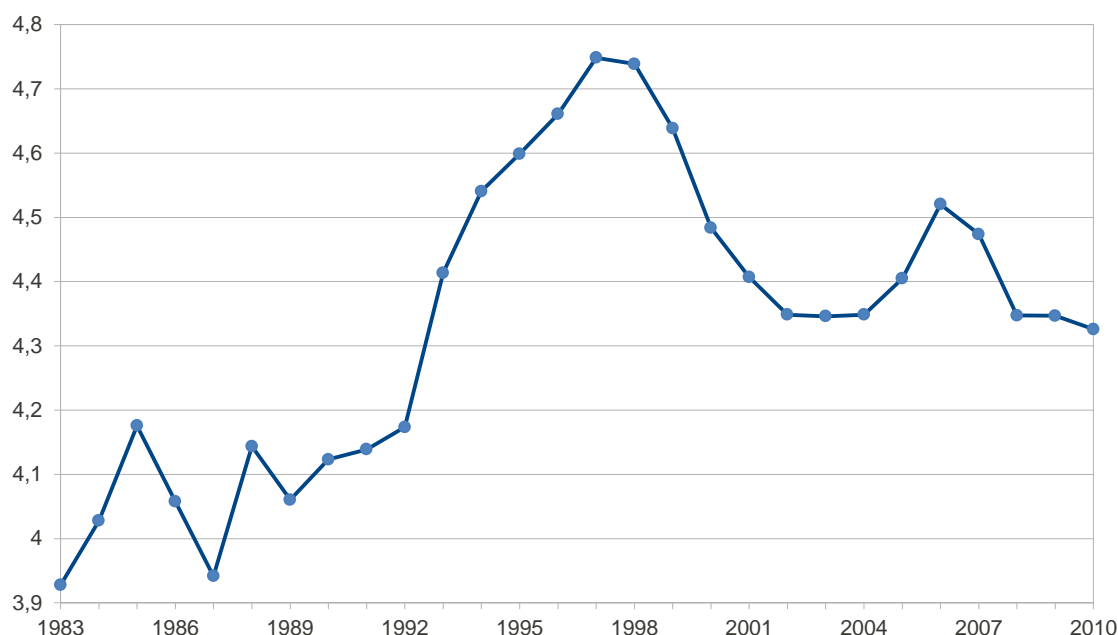
Quanto ao papel das expectativas, a primeira dificuldade está em arranjar uma medida dessas expectativas adequada aos nossos propósitos. A Comissão Europeia publica um indicador da confiança dos consumidores. Porém, a evolução deste indicador não difere muito da evolução da taxa de crescimento real do PIB, pelo que não acrescenta informação significativa à nossa base de dados.

Assim, usamos uma alternativa que consiste em reinterpretar o quociente entre a riqueza dos agentes e o rendimento disponível (variável usada em estudos sobre a poupança e o consumo como representativa do nível de riqueza) como um indicador das expectativas de “médio prazo” dos agentes. O argumento para esta reinterpretação é simples: o valor da riqueza é o valor presente dos rendimentos que se espera que essa riqueza gere no futuro. Desta forma, um quociente elevado relativamente ao rendimento disponível poderá significar que os agentes esperam um crescimento significativo do rendimento no futuro face ao rendimento no presente. A Figura 4-5 mostra o comportamento deste quociente. O indicador subiu até 1997/1998, refletindo o entusiasmo criado pela integração europeia e pelas reformas no final dos anos 80, início dos anos 90. Mesmo em 1993, ano de recessão económica, o indicador registou uma subida. Entrou-se depois numa fase descendente, que durou até 2003, ano de nova recessão. Até 2006, o

---

<sup>43</sup> No nosso exercício econométrico experimentámos igualmente outras variáveis, tais como variáveis demográficas, medidas do peso do Estado na economia, taxa de crescimento do PIB, entre outras.

indicador subiu de novo, mas a crise financeira internacional voltou a tornar os portugueses mais pessimistas quanto ao futuro.



**Figura 4-5: Rácio entre a riqueza das famílias e o rendimento disponível**

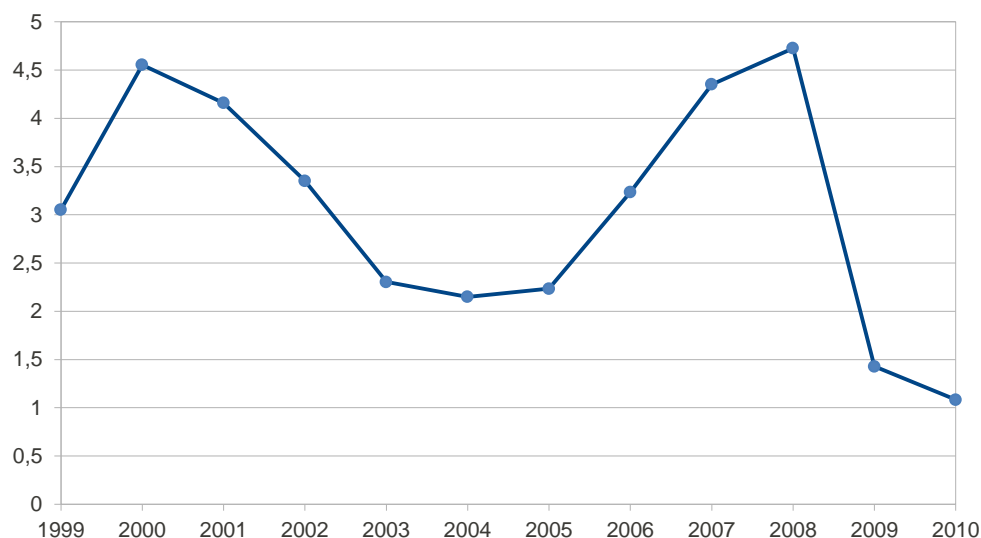
Fonte: Banco de Portugal.

Tal como no estudo realizado por Alves e Cardoso, dividiremos o nosso estudo em duas partes: a parte relativa à tendência de longo prazo da taxa de poupança e a parte relativa às flutuações de curto prazo. No que diz respeito à tendência de longo prazo, cremos que esta pode ser representada pela taxa de juro nominal ou pela taxa de inflação, como Alves e Cardoso referem, ou ainda pelo número de estabelecimentos de sociedades financeiras em Portugal, calculado a partir dos Quadros de Pessoal, CAE 64 e 65 – ver Figura 3-7. Utilizaremos esta última variável para enfatizar a importância que julgamos que a liberalização do sector financeiro merece na explicação da evolução da taxa de poupança neste período histórico em Portugal,<sup>44</sup> mais do que a redução em si mesma da taxa de juro, ou da taxa de inflação. A equação para a tendência de longo prazo é então a seguinte:

$$tp_t = b_0 + b_1 \cdot le_t + u_t \quad (4.5)$$

onde  $tp$  é a taxa de poupança,  $le$  é o logaritmo do número de estabelecimentos financeiros em Portugal,  $u$  é o termo de erro e  $b_0$  e  $b_1$  são os parâmetros a estimar.

<sup>44</sup> De facto, fora deste período histórico é duvidoso que esta variável mantenha a mesma importância.



**Figura 4-6: Taxa de juro Euribor (%)**

Fonte: BCE.

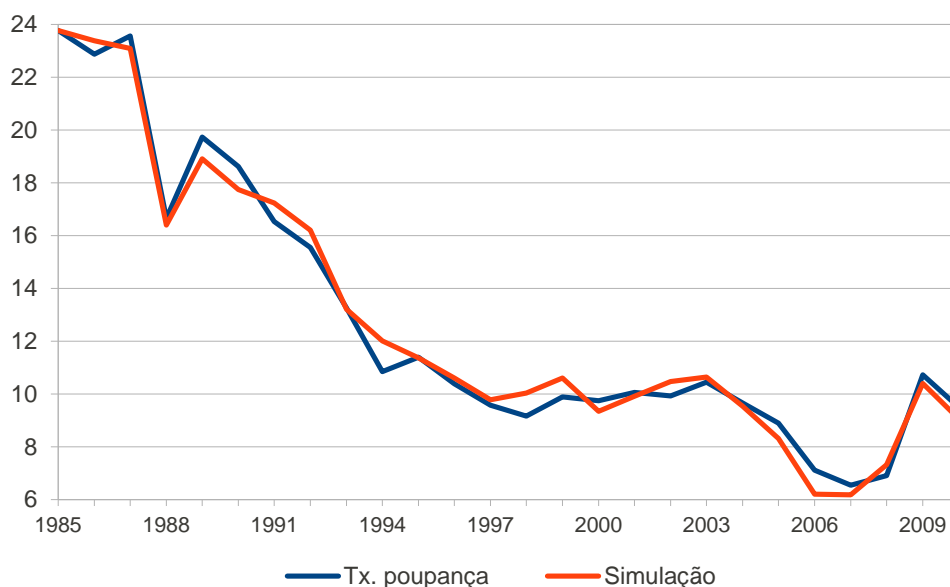
No que toca à evolução de curto prazo, cremos que a principal dificuldade reside na explicação da queda abrupta da taxa de poupança em 1988 e na queda, seguida de rápida recuperação, da taxa de poupança entre 2003 e 2009. A nossa leitura dos dados sugere-nos que a queda da taxa de poupança em 1988 foi essencialmente o resultado da conjugação dos fatores referidos acima a propósito da Figura 4-2: o contraste económico e psicológico com o período anterior de austeridade, a redução das restrições à importação de automóveis e a maior facilidade de acesso ao crédito, nomeadamente através do *leasing*. Dada a excecionalidade da situação, optámos por incluir uma variável *dummy* para o ano 1988. Já o comportamento em U da taxa de poupança entre 2003 e 2009 terá resultado, em nossa opinião, da evolução das taxas de juro ativas praticadas pelos bancos — a Figura 4-6 mostra a evolução da taxa de juro Euribor neste período. Mais concretamente, pensamos que o baixo valor da taxa de poupança em 2005-2008 terá resultado do aumento das despesas com juros que as famílias tiveram que suportar neste período. Ou seja, face a uma redução do rendimento disponível, as famílias optaram, tal como prevê a teoria económica no caso de choques transitórios, por ajustar essencialmente a poupança em vez do consumo, esperando que o movimento das taxas de juro fosse, como acabou por ser, efémero. A ser verdadeira, esta explicação implica, relativamente ao estudo feito por Alves e Cardoso, uma inversão do efeito da variação da taxa de juro sobre a poupança. Como vimos, no trabalho de Alves e Cardoso a descida da taxa de juro estava associada à descida da taxa de poupança. Pelo contrário, no

período 2003-2009, segundo a nossa interpretação, a taxa de juro e a taxa de poupança terão variado inversamente.

A equação para o comportamento da taxa de poupança no curto prazo é a seguinte:

$$dtp_t = a_0 + a_1.driq_t + a_2.deur_t + a_3.d88_t + a_4.\hat{u}_{t-1} + e_t \quad (4.6)$$

onde  $dtp$  é a primeira diferença da taxa de poupança,  $driq$  é a primeira diferença do quociente entre a riqueza e o rendimento disponível das famílias,  $deur$  é a primeira diferença da Euribor (desde 2000, antes toma o valor zero),  $d88$  é a *dummy* correspondente a 1988 (igual a um em 1988, igual a zero nos outros anos),  $\hat{u}$  é o resíduo da equação de longo prazo,  $e$  é o termo de erro e  $a_0$ ,  $a_1$ ,  $a_2$ ,  $a_3$  e  $a_4$  são os parâmetros a estimar.



**Figura 4-7: Simulação do modelo**

Fonte: Cálculos dos autores.

Os resultados das estimações (Tabelas 4-1 e 4-2) e a simulação (Figura 4-7) mostram que o modelo segue muito bem o comportamento da taxa de poupança de 1985 a 2010.<sup>45</sup> A ser verdade que o nosso modelo capta os elementos fundamentais do comportamento da poupança em Portugal neste período, a nossa conclusão é que a tendência de descida da taxa de poupança resultou da maior facilidade de acesso ao crédito, ao passo que a flutuação entre 2005 e 2008 foi essencialmente causada pelo movimento da taxa

<sup>45</sup> Os testes típicos confirmam que as variáveis são cointegradas.

de juro. No entanto, não é demais salientar que o efeito da liberalização do sector financeiro sobre a taxa de poupança só terá sido possível, julgamos nós, pelas circunstâncias em que ocorreu, nomeadamente num ambiente com expectativas elevadas e desenvolvimento do estado social.

**Tabela 4-1: Estimação da tendência de longo prazo da taxa de poupança**

<i>le</i>	-9.5770*** (0.6239)
Constante	92.0385*** (5.1751)
Observações	26
R2	0.9076
<i>Log-likelihood</i>	-48.3114

Notas: A variável dependente é a taxa de poupança (*tp*). Erros-padrão entre parêntesis. Significância estatística: \*\*\* p-valor < 0.01, \*\* p-valor < 0.05, \* p-valor < 0.1. “*le*” representa o logaritmo do número de estabelecimentos do sector financeiro.

Fonte: Cálculos dos autores.

**Tabela 4-2: Estimação da dinâmica de curto prazo da taxa de poupança**

<i>driq</i>	-0.0843*** (0.0139)
<i>deur</i>	-1.0512*** (0.1523)
<i>d88</i>	-3.8690*** (0.7228)
$\hat{u}_{t-1}$	-0.4833*** (0.0856)
Constante	-0.4863*** (0.1303)
Observações	25
R2	0.9135
<i>Log-likelihood</i>	-21.1867
<i>p-valor</i> LMF(1)	0.402
<i>p-valor</i> LMF(1-2)	0.421

Notas: A variável dependente é a primeira diferença da taxa de poupança (*dtp*). Erros-padrão entre parêntesis. Significância estatística: \*\*\* p-valor < 0.01, \*\* p-valor < 0.05, \* p-valor < 0.1. “*driq*” representa primeira diferença do quociente entre a riqueza das famílias e seu rendimento disponível, “*deur*” é a primeira diferença da Euribor a 6 meses (valor zero até 1999), “*d88*” é uma dummy com valor 1 em 1988 e 0 nos outros anos, e “ $\hat{u}_{t-1}$ ” é o desvio em relação à tendência de longo prazo. As estatísticas LMF(1) e LMF(1-2) são os testes LM de autocorrelação de ordem 1 e de ordem 1 e 2, respetivamente.

Fonte: Cálculos dos autores.

#### 4.1.4. Análise microeconómica da poupança das famílias

A secção anterior analisou o comportamento da taxa de poupança das famílias em termos agregados, o que ignora as diferenças de comportamento entre indivíduos com atributos diferentes. Nesta secção relacionaremos o comportamento da poupança com as diferentes características das famílias, nomeadamente a sua situação no mercado de trabalho, a escolaridade, a idade, o sexo e o rendimento.

Nesta análise microeconómica da poupança das famílias utilizamos o Inquérito às Despesas das Famílias 2005-2006 (IDEF) realizado pelo INE.<sup>46</sup> O IDEF (2005/2006) contém 10403 agregados familiares, com informação detalhada sobre o seu rendimento e diferentes componentes da despesa, permitindo assim calcular a poupança como a diferença entre o rendimento total e a despesa total. A nossa análise segue de perto Alves e Cardoso (2010). Contudo, optámos por utilizar a amostra completa do IDEF (2005/2006), enquanto Alves e Cardoso (2010) utilizaram apenas a parte da amostra que é comum ao Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias de 2006.<sup>47</sup> Começamos por fazer uma descrição da distribuição da poupança (secção 4.1.4.1), para de seguida apresentarmos os resultados da estimação de dois modelos microeconómicos (secção 4.1.4.2).

##### 4.1.4.1. Análise da distribuição da poupança

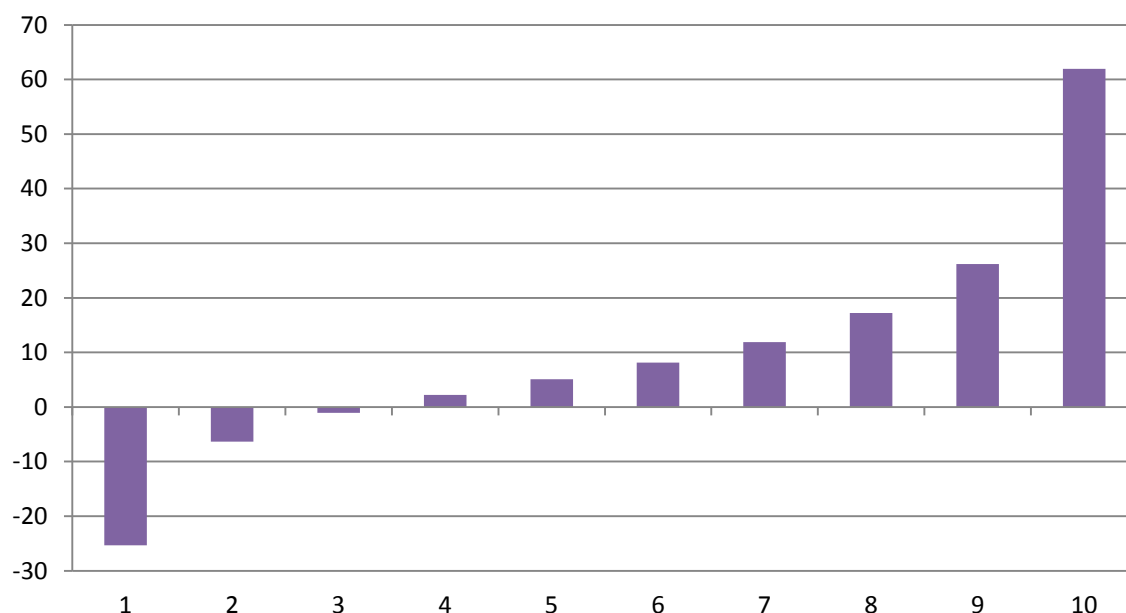
Os dados do IDEF (2005/2006) foram analisados tendo em vista a caracterização da distribuição da poupança das famílias. As Figuras 4-8 e 4-9 apresentam a distribuição da poupança e a distribuição da taxa de poupança, definida pelo rácio entre a poupança total e o rendimento total. Na Figura 4-8, a distribuição da poupança é apresentada em função da distribuição da própria poupança. Ou seja, ordenámos os agregados familiares dos que poupam menos para os que poupam mais, dividimos os agregados assim ordenados em 10 grupos (decis de poupança) e, para cada decil, calculámos o peso da poupança das famílias pertencentes a esse decil na poupança do conjunto de todas as famílias. Assim, por exemplo, na Figura 4-8, a barra correspondente ao decil 10, diz-nos que os 10% de famílias com poupanças mais elevadas fazem, no seu conjunto, uma poupança

---

<sup>46</sup> Apesar de estarem disponíveis dados dos Inquéritos aos Orçamentos Familiares de 1995 e 2000, com informação semelhante à do IDEF (2005/2006), optámos por não utilizar essa informação neste capítulo pelo facto de as taxas de poupança calculadas a partir daquela informação para aqueles períodos produzir resultados incompatíveis com os obtidos a partir dos dados macroeconómicos das Contas Nacionais. De acordo com os dados daqueles inquéritos, a taxa de poupança das famílias teria aumentado de aproximadamente 10% para 20% do rendimento.

<sup>47</sup> No Apêndice 9.2. apresentamos uma descrição das características dos agregados inquiridos.

correspondente a cerca de 62% da poupança feita pelo conjunto de todas as famílias inquiridas no IDEF (2005/2006). Na Figura 4-9 é apresentada a distribuição da taxa de poupança, ou seja, mostra a taxa de poupança para cada decil da poupança. As Figuras 4-10 e 4-11 apresentam o mesmo tipo de cálculos, mas em função da distribuição do rendimento. Por outras palavras, nestes casos, os agregados foram ordenados de acordo com o seu rendimento.



**Figura 4-8: Distribuição da poupança, em percentagem da poupança total, por decis de poupança (%)**

Fonte: IDEF 1995, 2000, 2006.

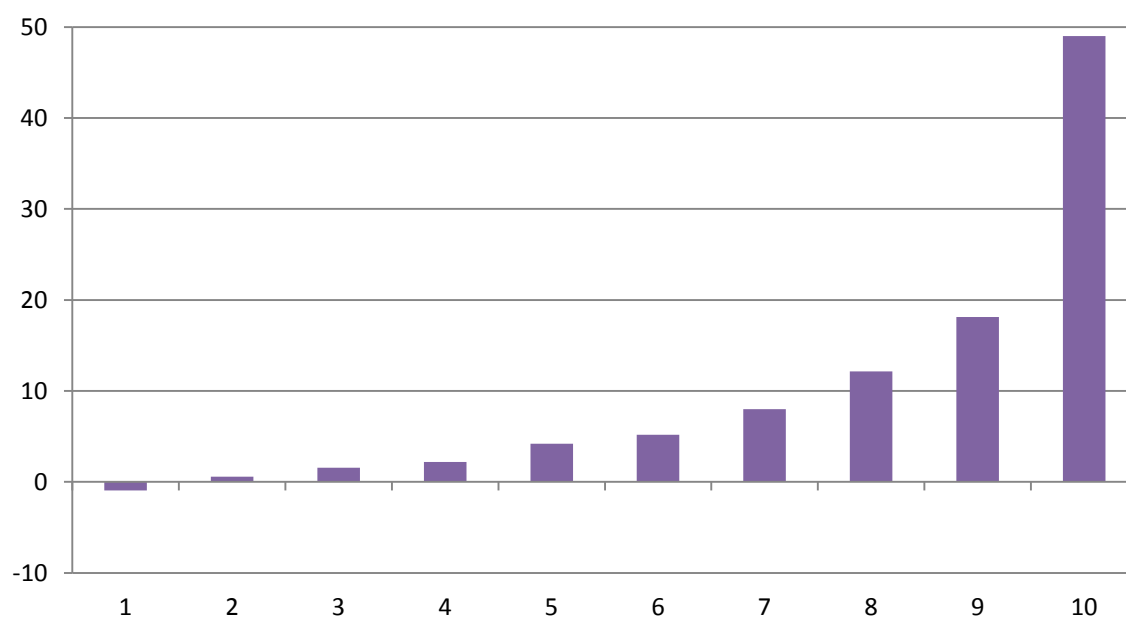
Da análise da Figura 4-8 concluímos que aproximadamente 70% das famílias têm poupança positiva e que 30% têm poupança negativa. Observa-se uma forte concentração da poupança: quase 90% da poupança total é feita por 20% das famílias (decis 9 e 10); nos decis seguintes a porção da poupança total cai acentuadamente. As famílias que mais poupam são também aquelas que apresentam taxas de poupança mais elevadas – ver Figura 4-9 – chegando mesmo a ultrapassar 50% do rendimento (no caso do décimo decil). A taxa de poupança decai linearmente até ao quinto decil, posição em que se alcança uma taxa de poupança de quase 18%.





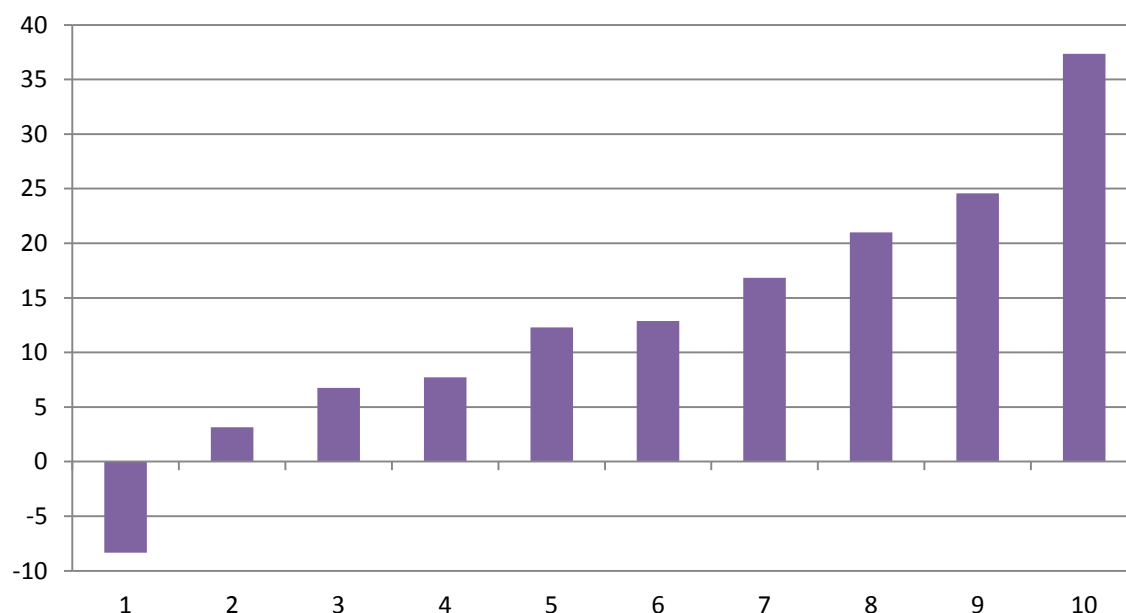
**Figura 4-9: Taxa de poupança, em percentagem do rendimento, por decis de poupança (%)**

Fonte: IDEF 1995, 2000, 2006.



**Figura 4-10: Distribuição da poupança em percentagem da poupança total, por decis de rendimento (%)**

Fonte: IDEF 1995, 2000, 2006.



**Figura 4-11: Taxa de poupança em percentagem do rendimento, por decis de rendimento (%)**

Fonte: IDEF 1995, 2000, 2006.

Quando analisamos a distribuição da poupança em função da distribuição do rendimento das famílias – Figuras 4-10 e 4-11 – destaca-se a elevada concentração da poupança nas famílias com rendimentos mais elevados e o crescimento da taxa de poupança com o nível de rendimento. De facto, as famílias no *top* 10% da distribuição do rendimento são responsáveis por 49% do total da poupança. Em conjunto, os três decis mais elevados de rendimento (i.e., os 30% de famílias com rendimento mais alto) são responsáveis por quase 80% da poupança total. Em relação à taxa de poupança, a sua relação direta com o nível de rendimento – variando de forma monótona entre -8% e 37% – está de acordo com as previsões da teoria keynesiana da poupança, apresentada na secção 4.1.2.<sup>48</sup>

Um outro facto que merece ser destacado é a elevada percentagem de famílias com taxas de poupança negativas. As Figuras 4-8 e 4-9 mostram que 30% das famílias têm poupanças negativas. Nas Figuras 4-10 e 4-11, o grupo dos 10% de famílias mais pobres, primeiro decil da distribuição de rendimento, apresenta uma taxa média de poupança negativa, que ronda os -8,5%. Uma análise dos dados leva-nos a concluir que este decil inclui fundamentalmente agregados compostos por idosos, com nível de escolaridade baixo, a viverem sozinhas nas regiões Norte, Centro e Alentejo. Na secção

<sup>48</sup> É possível também argumentar que a evidência empírica apresentada é compatível com a teoria do rendimento permanente. De facto, o aumento da taxa de poupança com o nível de rendimento pode ser explicado pela existência de choques transitórios no rendimento corrente que são poupados com o objetivo de garantir uma trajetória mais suave para o consumo.

seguinte analisaremos com maior detalhe, estimando um modelo econométrico, as características das famílias com taxas de poupança negativas.

Na secção 4.1 – ver Figura 4-3 – vimos que as baixas taxas de poupança das famílias portuguesas se refletem num elevado peso das despesas em consumo no rendimento nacional. Importa por isso analisar as despesas em consumo das famílias. Com esse objetivo analisamos as despesas de consumo dos agregados inquiridos no IDEF. A despesa das famílias com maior peso é a despesa com a habitação, que representa cerca de 32% da despesa total em 2006 (em 2000 representava 24,8%). A despesa com o segundo maior peso é a despesa com alimentação, bebidas e tabaco: em 2000 e em 2006, estas despesas representavam cerca de 30% da despesa total. O peso destas duas despesas diminui com o nível de rendimento dos agregados familiares. Uma análise mais detalhada da composição das despesas das famílias é apresentada no Apêndice 9.3.

#### 4.1.4.2. Análise microeconómica da poupança das famílias

Nesta secção avançamos na compreensão do padrão de poupança das famílias, estimando, para o efeito, dois modelos econométricos, usando os dados disponíveis no IDEF para o ano de 2006. O primeiro modelo estimado procura explicar o comportamento de poupança das famílias cuja poupança é positiva. Uma vez que há um grupo importante de famílias com poupanças negativas (29,5% dos casos), estimámos um segundo modelo com o objetivo de identificar os fatores determinantes de ter poupanças negativas versus ter poupanças positivas.

No primeiro modelo utilizamos como variáveis explicativas definidas ao nível da família, bem como as características do seu representante. As variáveis ao nível da família incluem o rendimento total do agregado familiar (rend) (em milhares de euros), a percentagem de elementos do agregado que trabalham (shareprof), se existe um cônjuge (cônjuge), se há filhos (filhos), se o agregado inclui ascendentes (ascend), o número de elementos do agregado (nelementos), indicadores dos pesos dos componentes da despesa apresentados na Tabela 9-1 do Apêndice 9.3 (peso) e a residência (NUTS II)<sup>49</sup> (nutsii). Relativamente ao representante do agregado, incluímos a indicação do sexo (mulher), o seu grupo etário<sup>50</sup> (getario), o seu nível de escolaridade<sup>51</sup> (escol) e a posição face ao mercado de trabalho<sup>52</sup> (trabalho).

<sup>49</sup> As regiões são: (11) Norte, (15) Algarve, (16) Centro, (17) Lisboa, (18) Alentejo, (20) RA Açores, (30) RA Madeira.

<sup>50</sup> Os grupos etários são: 4. [18,24], 5. [25,29], 6. [30,44], 7. [45,64], 8. [65,74], 9. ≥75.

Tabela 4-3: Fatores determinantes da poupança – modelo de regressão linear

Variável		Variável		Variável	
rend	0.0556*** (0.0012)	Filhos	-0.0499 (0.0428)	2. trabalho	-0.0847* (0.0459)
rend <sup>2</sup>	-0.0001*** (0.0000)	Ascend	0.1309** (0.0568)	4. trabalho	0.0759 (0.2412)
peso (B)	-1.3400*** (0.2665)	Nelementos	0.2872*** (0.0526)	5. trabalho	0.0599 (0.0718)
peso (C)	-1.5274*** (0.3097)	nelementos <sup>2</sup>	-0.0321*** (0.0059)	6. trabalho	0.1974*** (0.0523)
peso (D)	0.0385 (0.1150)	4. getario	0.0441 (0.0808)	7. trabalho	0.1465 (0.2422)
peso (E)	-2.9519*** (0.2368)	5. getario	0.0916* (0.0528)	8. trabalho	0.2053 (0.1998)
peso (F)	-1.5437*** (0.1577)	6. getario	0.0428 (0.0300)	9. trabalho	0.1570 (0.0960)
peso (G)	-2.0911*** (0.1599)	8. getario	0.0324 (0.0443)	shareprof	0.4458*** (0.0542)
peso (H)	1.4047*** (0.3788)	9. getario	0.0846* (0.0504)	11. nutsii	-0.0057 (0.0287)
peso (I)	-0.9303*** (0.2606)	1. escol	-0.1258*** (0.0376)	15. nutsii	0.0368 (0.0558)
peso (J)	-2.6500*** (0.3072)	3. escol	0.0160 (0.0360)	16. nutsii	0.0841*** (0.0305)
peso (K)	-0.6941*** (0.1182)	4. escol	0.0603 (0.0372)	18. nutsii	0.0988** (0.0422)
peso (L)	-0.5494*** (0.2108)	5. escol	0.0962** (0.0413)	20. nutsii	0.1279* (0.0770)
mulher	-0.0200 (0.0257)	6. escol	0.0318 (0.0469)	30. nutsii	0.1280* (0.0746)
cônjuge	-0.0260 (0.0381)	1. trabalho	-0.2574*** (0.0488)	constante	7.0054*** (0.1220)
R <sup>2</sup>	0.4637	RMSE	0.903	LogLikelihood	-9851

Notas: (1) Erros-padrão entre parêntesis. (2) Significância estatística: \*\*\*, \*\* e \* significam que o coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e de 10%, respetivamente. (3) O modelo foi estimado pelo método dos mínimos quadrados. (4) A variável dependente é o logaritmo da poupança. (5) O número de observações utilizadas foi de 7499. Apenas implementámos a análise para as famílias com poupança positiva. (6) Nas regiões a categoria base é Lisboa, na escolaridade a categoria base é básico - 1º ciclo (4º ano/classe), no grupo etário a base são os indivíduos com idades entre os 45 e os 64 anos. Finalmente, na posição face ao mercado de trabalho e na posição no mercado de trabalho a categoria base são aqueles que exercem uma profissão por conta de outrem. (7) Componentes da despesa: (B) bebidas alcoólicas, tabaco e narcóticos/estupefacientes, (C) vestuário e calçado, (D) habitação, despesas com água, eletricidade, gás e outros combustíveis, (E) móveis, artigos de decoração, equipamento doméstico e despesas correntes, (F) saúde, (G) transportes, (H) comunicações, (I) lazer, distração e cultura, (J) ensino, (K) hotéis, restaurantes, cafés e similares, (L) outros bens e serviços. (8) Na implementação da regressão utilizamos o ponderador de cada agregado.

Fonte: Cálculos dos autores, IDEF (2005/2006).

<sup>51</sup> Os níveis de escolaridade são: (1) sem escolaridade, (2) básico - 1º ciclo (4º ano/classe), (3) básico - 2º ciclo (6º ano), (4) básico - 3º ciclo (9º ano), (5) secundário (12º ano) e pós-secundário, (6) superior universitário (bacharelato, licenciatura).

<sup>52</sup> A posição face ao mercado de trabalho assume 9 categorias: (1) trabalhador por conta própria com trabalhadores a seu cargo, (2) trabalhador por conta própria sem trabalhadores a seu cargo, (3) trabalhador por conta de outrem, (4) trabalhadores familiares não remunerados, (5) desempregado, (6) reformado ou aposentado, (7) aluno ou estudante, (8) doméstico, (9) incapacitado.

Os resultados da estimação deste modelo são apresentados na Tabela 4-3. De acordo com esses resultados, existe um efeito positivo, mas decrescente, de variações do rendimento sobre a poupança: um aumento de €1000 no rendimento da família está associado a um aumento da poupança de 5%. Novamente, estes resultados confirmam as previsões da teoria económica.

Na sequência da crise financeira, a literacia financeira e o seu papel no comportamento de poupança das famílias tem vindo a ganhar relevo. Neste âmbito, alguns estudos têm enfatizado a importância da escolaridade nas decisões relativas à poupança, associando-a a níveis mais elevados de poupança – voltaremos a discutir este tópico no capítulo 6. No entanto, a nossa análise não deteta uma relação clara entre a escolaridade e a poupança. Em particular, observamos que, comparativamente aos indivíduos que possuem o ensino básico, aqueles que não possuem qualquer nível de instrução poupam, em média, menos cerca de 12,6%. No polo oposto temos os indivíduos que possuem o ensino secundário, os quais poupam mais 9,6%. De facto, não há uma diferença estatística no perfil de poupança entre os indivíduos com quatro anos de escolaridade e aqueles que completaram os segundo e terceiro ciclos do ensino básico, e mesmo em relação àqueles que possuem formação superior.

A questão da precariedade no mercado de trabalho tem sido um dos principais temas de debate nas sociedades ocidentais. Os indivíduos com situações laborais mais precárias e, por isso, rendimentos mais incertos, deverão ter níveis de poupança mais elevados por motivos de precaução. No entanto, a nossa análise não nos permite retirar conclusões claras a este respeito. Tomando os trabalhadores por conta de outrem como categoria base da posição face ao mercado de trabalho, concluímos que os trabalhadores por conta própria com trabalhadores a seu cargo poupam, em média, menos cerca de 26%, enquanto os trabalhadores por conta própria isolados poupam menos 8,5%. Em relação aos reformados concluímos que poupam mais cerca de 20% do que os trabalhadores por conta de outrem. Um dos efeitos dos cortes anunciados dos 13º e 14º meses das pensões, a partir de 2012, poderá ser uma diminuição da poupança privada.

Da nossa análise salientamos ainda os seguintes resultados. Primeiro, ter filhos não afeta os perfis de poupança. Segundo, a existência de ascendentes no agregado está associado a um aumento de 13% na poupança. Terceiro, uma variação em 33 pp<sup>53</sup> na porção de indivíduos no agregado familiar que trabalham está associado a um aumento de cerca de 15% na poupança. Finalmente, fazendo a análise por região observamos que as famílias residentes nas ilhas, na região Centro e no Alentejo poupam mais cerca de 13%, 8,4% e 10%, respetivamente, do que as famílias residentes em Lisboa.

---

53 A mediana da porção de indivíduos do agregado familiar que trabalham é de 33%.

**Tabela 4-4: Fatores determinantes da poupança negativa – modelo *probit***

Variável		Variável		Variável	
rend	-0.0699*** (0.0001)	Filhos	0.0453*** (0.0032)	2. trabalho	0.2447*** (0.0031)
rend2	0.0001*** (0.0000)	Ascend	-0.2687*** (0.0046)	4. trabalho	0.6390*** (0.0141)
peso (B)	1.9315*** (0.0186)	Nelemen	0.2372*** (0.0038)	5. trabalho	0.0862*** (0.0046)
peso (C)	4.1259*** (0.0221)	nelemen2	-0.0123*** (0.0004)	6. trabalho	0.0088** (0.0040)
peso (D)	-0.0002 (0.0089)	4. getario	-0.3817*** (0.0058)	7. trabalho	-1.0059*** (0.0233)
peso (E)	4.6113*** (0.0162)	5. getario	-0.2003*** (0.0038)	8. trabalho	0.3686*** (0.0124)
peso (F)	3.3402*** (0.0108)	6. getario	-0.2204*** (0.0022)	9. trabalho	0.2861*** (0.0058)
peso (G)	5.0860*** (0.0101)	8. getario	-0.1229*** (0.0033)	shareprof	-0.3220*** (0.0040)
peso (H)	-2.7658*** (0.0307)	9. getario	-0.3222*** (0.0038)	11. nuts2	-0.0921*** (0.0020)
peso (I)	3.4363*** (0.0185)	1. escol	-0.1325*** (0.0027)	15. nuts2	0.1026*** (0.0040)
peso (J)	3.7427*** (0.0231)	3. escol	0.0047* (0.0025)	16. nuts2	-0.1840*** (0.0022)
peso (K)	1.5052*** (0.0089)	4. escol	0.1084*** (0.0027)	18. nutsii	-0.3474*** (0.0033)
peso (L)	2.7183*** (0.0143)	5. escol	0.1704*** (0.0031)	20. nutsii	-0.2371*** (0.0062)
mulher	0.0676*** (0.0019)	6. escol	0.4177*** (0.0037)	30. nutsii	-0.3744*** (0.0061)
cônjuge	-0.1160*** (0.0027)	1. trabalho	0.3831*** (0.0034)	constante	-1.0354*** (0.0091)
Observações	10394	Pseudo R2	0.2350	LogLikelihood	- 1775052

Notas: (1) Erros-padrão entre parêntesis. (2) Significância estatística: \*\*\*, \*\* e \* significam que o coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e de 10%, respetivamente. (3) O modelo *probit* foi estimado por máxima verosimilhança. Os valores reportados são os coeficientes. (4) A variável dependente assume o valor 1 se a poupança for negativa, 0 caso contrário. (5) Nas regiões a categoria base é Lisboa, na escolaridade a categoria base é básico - 1º ciclo (4º ano/classe), no grupo etário a base são os indivíduos com idades entre os 45 e os 64 anos. Finalmente, na posição face ao mercado de trabalho e na posição no mercado de trabalho a categoria base são aqueles que exercem uma profissão por conta de outrem. (6) Componentes da despesa: (B) bebidas alcoólicas, tabaco e narcóticos\estupefacientes, (C) vestuário e calçado, (D) habitação, despesas com água, eletricidade, gás e outros combustíveis, (E) móveis, artigos de decoração, equipamento doméstico e despesas correntes, (F) saúde, (G) transportes, (H) comunicações, (I) lazer, distração e cultura, (J) ensino, (K) hotéis, restaurantes, cafés e similares, (L) outros bens e serviços. (7) Na implementação da regressão utilizamos o ponderador de cada agregado.

Fonte: Cálculos dos autores, IDEF (2005/2006).

Como referimos acima, para analisarmos o fenómeno da poupança negativa, que abrange cerca de 30% das famílias portuguesas, estimámos um segundo modelo que permite estimar a probabilidade de as famílias terem poupança negativa.<sup>54</sup> As variáveis

54 O Apêndice 9.5. descreve a metodologia usada.

explicativas introduzidas no modelo são as mesmas que foram utilizadas no modelo anterior. A Tabela 4-4 apresenta os resultados de estimação.<sup>55</sup>

Da nossa análise concluímos que as famílias representadas na resposta ao inquérito por indivíduos com idade entre os 45 e os 75 anos são as que apresentam a maior probabilidade de ter poupança negativa. Relativamente ao rendimento verificámos que um acréscimo de €1000 no rendimento total está associado a uma quebra de 2,6 pp na probabilidade de um agregado apresentar uma poupança negativa.

Um resultado a destacar é o do efeito da escolaridade na probabilidade de o agregado ter poupança negativa. Com efeito, as estimações revelam que a probabilidade de observar uma família com poupança negativa aumenta com a escolaridade. Por exemplo, comparada com uma família base cujo representante tem 4 anos de escolaridade, a probabilidade de uma família base cujo representante tem um grau do ensino superior ter uma poupança negativa é superior em 16,5 pp. Uma possível explicação para estes resultados, à primeira vista contraintuitivos, é o facto de o acesso ao crédito ser mais fácil para os indivíduos com grau de escolaridade superior.

Em relação à situação no mercado de trabalho, verificámos que a probabilidade de um trabalhador por conta de outrem incorrer numa poupança negativa é inferior em 15,1 pp à de um trabalhador por conta própria com trabalhadores a seu cargo, enquanto aqueles que não têm trabalhadores a seu cargo apresentam uma probabilidade inferior em 5,5 pp. No caso dos desempregados, a probabilidade de terem poupança negativa aumenta 11,8 pp, enquanto para os reformados aumenta 14,8 pp.

Destacamos ainda os seguintes resultados da nossa estimação. Primeiro, se a percentagem de elementos da família que trabalham aumentar 33 pp, a probabilidade de a família incorrer em poupança negativa diminui em 4,2 pp. Segundo, por cada elemento adicional no agregado a probabilidade de ter uma poupança negativa aumenta em 6,4 pp. No caso das famílias que integram dois cônjuges, há uma menor probabilidade de poupança negativa por comparação com os agregados onde isso não acontece, sendo a diferença de 4,6 pp. Os agregados familiares que têm ascendentes a viver consigo têm uma probabilidade menor em cerca de 11 pp de ter poupança negativa. Os agregados representados por uma mulher apresentam uma probabilidade mais elevada em 2,7 pp de apresentar uma poupança negativa. Finalmente, no que respeita à distribuição

---

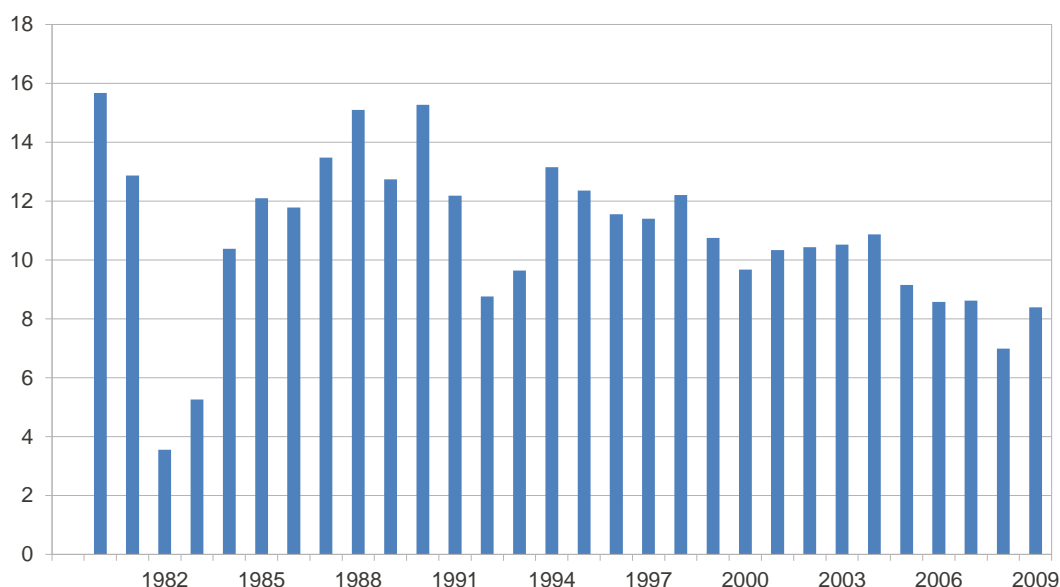
<sup>55</sup> Para facilitar a interpretação dos resultados do modelo *probit* procederemos ao cálculo dos efeitos marginais associados a cada coeficiente, uma vez que a leitura direta dos coeficientes destes modelos não nos permite concluir sobre os efeitos de cada variável explicativa sobre a probabilidade de pertencer ao grupo das famílias com poupança negativa. Na avaliação dos resultados devemos ter em conta que os impactos marginais associados a cada variável dependem dos valores das outras variáveis incluídas na análise, como a localização geográfica, o grupo etário, o grau de escolaridade ou a posição no mercado de trabalho.



especial das famílias, ressalta o facto de a probabilidade de a família base ter poupanças negativas ser maior no Algarve e em Lisboa.

## 4.2. A poupança das empresas

Como vimos no capítulo 3, apesar de o contributo das empresas para a poupança nacional ser positivo, a sua poupança é insuficiente para financiar o seu investimento. Nesta secção estudamos o comportamento da poupança das empresas e dos fatores que a determinam.<sup>56</sup>



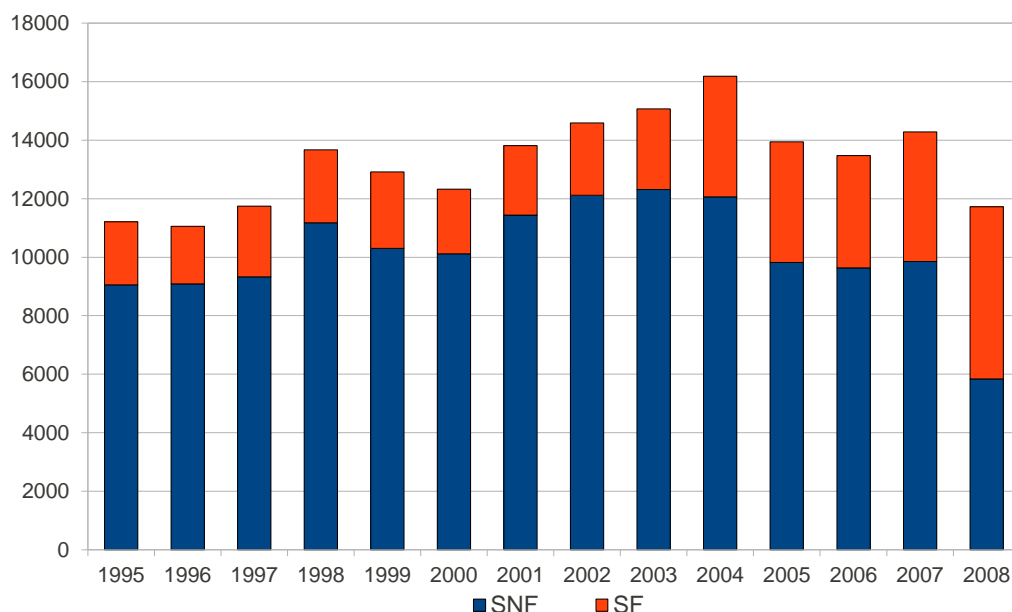
**Figura 4-12: Contributo das empresas para a poupança (% RDB)**

Fonte: Banco de Portugal.

A Figura 4-12 mostra o contributo das empresas para a poupança nacional. Da análise desta figura concluímos que, depois de um período de grande volatilidade nos anos 1980, o contributo das empresas iniciou uma trajetória descendente, que se acentuou a partir de 2005 — entre 1993 e 2010, o contributo das empresas para a poupança nacional diminuiu de cerca de 13% do rendimento disponível nacional para aproximadamente 8%.

<sup>56</sup> Conforme se explica no Apêndice 9.1., nas contas nacionais, a poupança das empresas corresponde ao seu rendimento disponível.





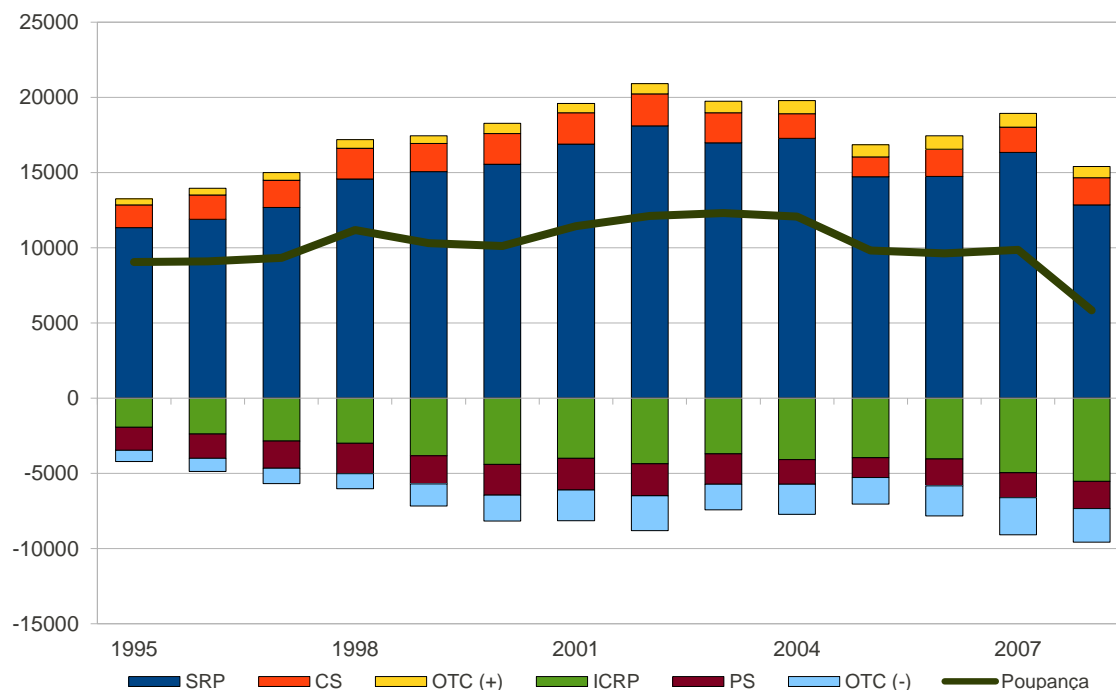
**Figura 4-13: Poupança das sociedades não financeiras (SNF) e das sociedades financeiras (SF) (milhões de euros)**

Fonte: INE.

A Figura 4-13 apresenta a poupança das empresas, separando os contributos das sociedades financeiras e das sociedades não financeiras, para o período 1995-2008. A figura mostra uma redução da poupança das sociedades não financeiras a partir de 2004, mantendo-se a poupança das sociedades financeiras relativamente estável nesse período. Dada a diferença de comportamento, trataremos dos dois tipos de sociedades em subsecções separadas.

#### 4.2.1. Sociedades não financeiras

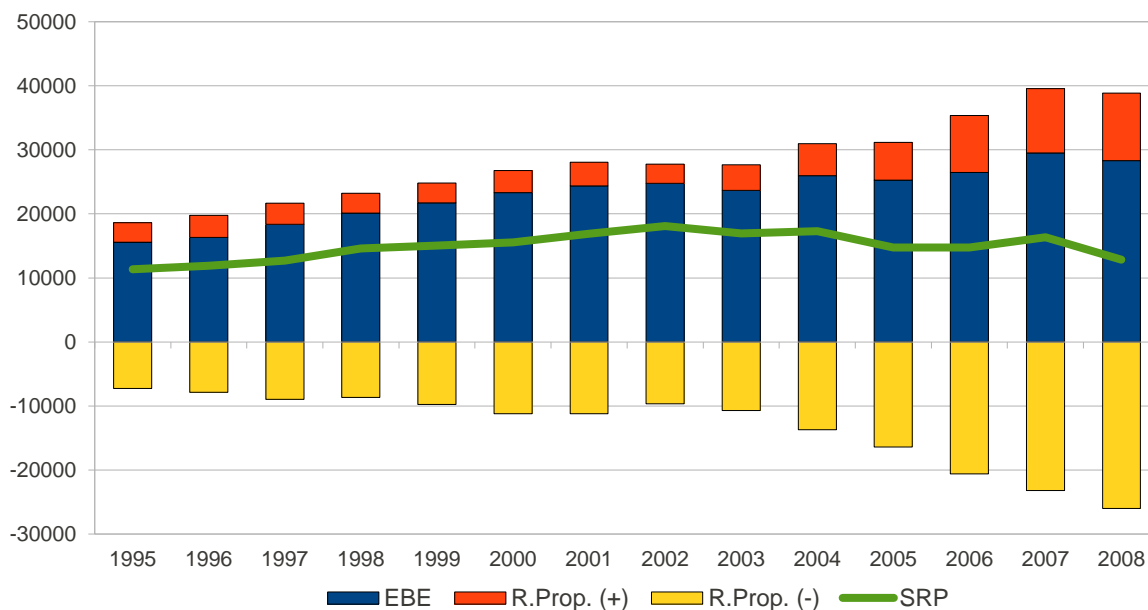
Na Figura 4-14 representa-se a poupança das sociedades não financeiras, decompondo-a em saldo dos rendimentos primários (SRP), impostos (ICRP), prestações sociais (PS), contribuições sociais (CS) e outras transferências correntes (OTC). No período em questão (1995-2008), a trajetória da poupança seguiu aproximadamente a trajetória do SRP, tendo aumentado entre 1995 e 2002. Após 2002, iniciou uma tendência decrescente.



**Figura 4-14: Poupança das sociedades não financeiras (milhões de euros)**

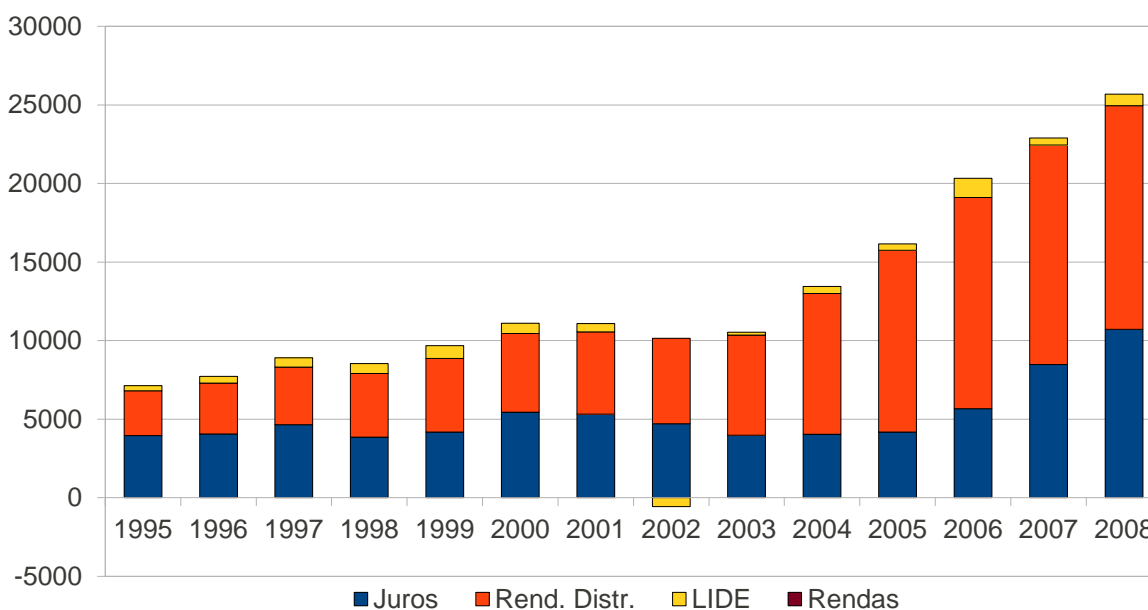
Fonte: INE.

Como o SRP é o elemento fundamental na evolução da poupança das sociedades não financeiras, devemos analisar o SRP com maior detalhe. A Figura 4-15 decompõe o SRP em excedente bruto de exploração (EBE) e rendimentos de propriedade distribuídos e recebidos (R. Prop.). A figura mostra que a diminuição do SRP, desde 2002, resulta de um aumento muito significativo dos rendimentos de propriedade pagos a partir desse ano.



**Figura 4-15: Saldo dos rendimentos primários das sociedades não financeiras (milhões de euros)**

Fonte: INE.



**Figura 4-16: Rendimentos de propriedade pagos (sociedades não financeiras, milhões de euros)**

Fonte: INE.

Assim, para compreendermos melhor o que determinou a queda do SRP e da taxa de poupança das sociedades não financeiras decompomos, na Figura 4-16, os rendimentos de propriedade pagos em rendas, lucros de investimento direto estrangeiro reinvestidos

(LIDE), rendimentos distribuídos e juros. Da análise da figura podemos concluir que a partir de 2003 se registou um aumento muito significativo dos rendimentos distribuídos. Já entre 2006 e 2008 observamos um aumento muito significativo dos juros pagos, refletindo o aumento das taxas de juro no mesmo período, em resultado das pressões inflacionistas existentes na economia mundial, decorrentes do aumento do preço das matérias-primas.

Dada a importância do aumento registado nos rendimentos distribuídos e nos juros pagos para a diminuição da poupança das sociedades não financeiras, utilizamos a informação disponível na base de dados do Sistema de Contas Integradas das Empresas (SCIE) do Instituto Nacional de Estatística, relativa ao ano de 2008, para aprofundarmos a compreensão do comportamento daqueles fatores e o seu papel na diminuição da poupança daquelas empresas.<sup>57</sup>

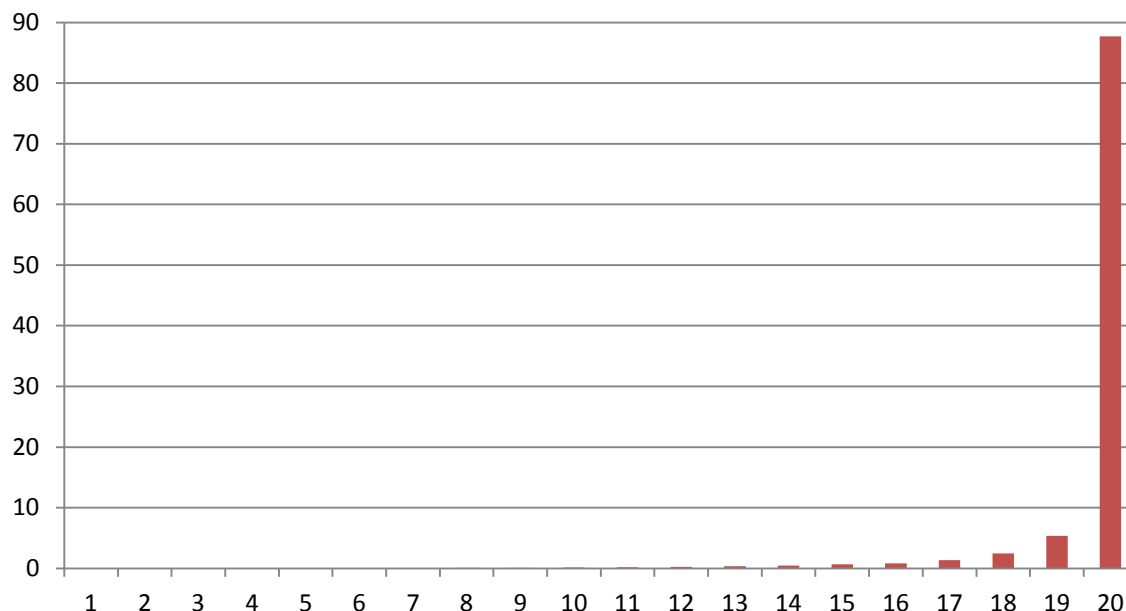
Começando por analisar os lucros distribuídos, concluímos que, em 2008, apenas 8035 empresas, isto é, 2,3% do total de empresas, distribuíram lucros. No entanto, é importante ter em consideração que estas empresas representavam 10,4% do emprego total remunerado, 22,1% do volume de negócios e 26,0% dos capitais próprios. O montante médio dos resultados líquidos distribuídos foi de € 642144 (valor mediano de € 20143).

Para a economia como um todo, os lucros distribuídos representam 30,3% dos resultados líquidos. Da comparação entre os lucros distribuídos e os resultados líquidos do exercício conclui-se que 50% das empresas que distribui lucros fá-lo no máximo até 85% dos resultados líquidos. Contudo, 10% das empresas apresentam um montante de lucros distribuídos que é superior ao resultado líquido do exercício. Em média, as indústrias com uma maior percentagem de lucros distribuídos relativamente aos resultados líquidos são os Transportes e armazenagem e as Atividades de informação e de comunicação: em média, em ambos os casos, aquela percentagem ultrapassa os 50%. Seguem-se as Indústrias transformadoras, Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição, Atividades imobiliárias, Atividades administrativas e dos serviços de apoio e Atividades de saúde humana e apoio social, todas com uma percentagem média de resultados distribuídos entre os 25% e os 50%.

---

<sup>57</sup> Em 2008 há 350871 empresas registadas na base de dados SCIE. Há 192112 empresas com lucros positivos, sendo 45% a percentagem de empresas com prejuízos. Olhando apenas para as empresas com resultados positivos observa-se um resultado líquido médio de € 88499.

A análise da distribuição do pagamento de dividendos – ver Figura 4-17 – mostra que aquela está fortemente concentrada num número muito reduzido de empresas. De facto, 5% das empresas que distribuem dividendos são responsáveis pela distribuição de cerca de 88% dos dividendos totais.



**Figura 4-17: Distribuição dos dividendos, em percentagem dos dividendos totais, por vintis de dividendos**

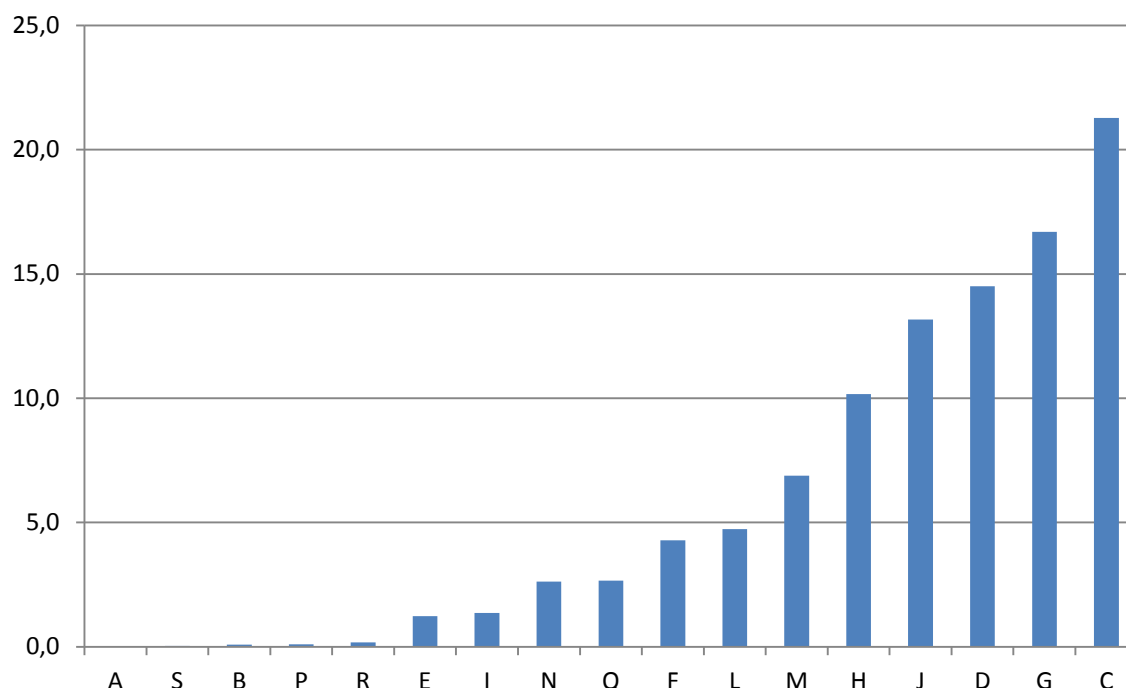
Fonte: SCIE (2008).

A análise da distribuição dos lucros revela ainda que 75% das empresas distribui um montante igual ou superior a € 3958. Observa-se também que em 25% dos casos os lucros distribuídos são iguais ou superiores a cem mil euros, e que 10% dos lucros distribuídos ultrapassam os € 428530. Por último, há 481 empresas com um valor de um milhão de euros ou mais de lucros distribuídos.

Na Figura 4-18 apresentamos o peso dos diferentes setores na distribuição de dividendos totais em 2008. Entre os setores com maior peso nos dividendos totais estão Indústrias transformadoras (21%), Comércio por grosso e a retalho (17%), Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio (15%), Atividades de informação e de comunicação (13%) e Transportes e armazenagem (10%). Ou seja, estes setores são responsáveis por mais de 75% dos lucros distribuídos pelas sociedades não financeiras.

Como vimos acima o aumento do pagamento de juros é outra das causas da diminuição da poupança nos últimos anos, em particular desde 2005. Assim, recorrendo mais uma vez ao SCIE, relativo ao ano de 2008, vamos analisar essa variável para as sociedades não financeiras. O primeiro aspeto a destacar é o facto de 69% das empresas pagarem

juros. Nestes casos, o valor médio dos juros é de € 44170, com um valor mediano de € 1929. No total, os juros suportados representam 2,9% dos custos totais das empresas.

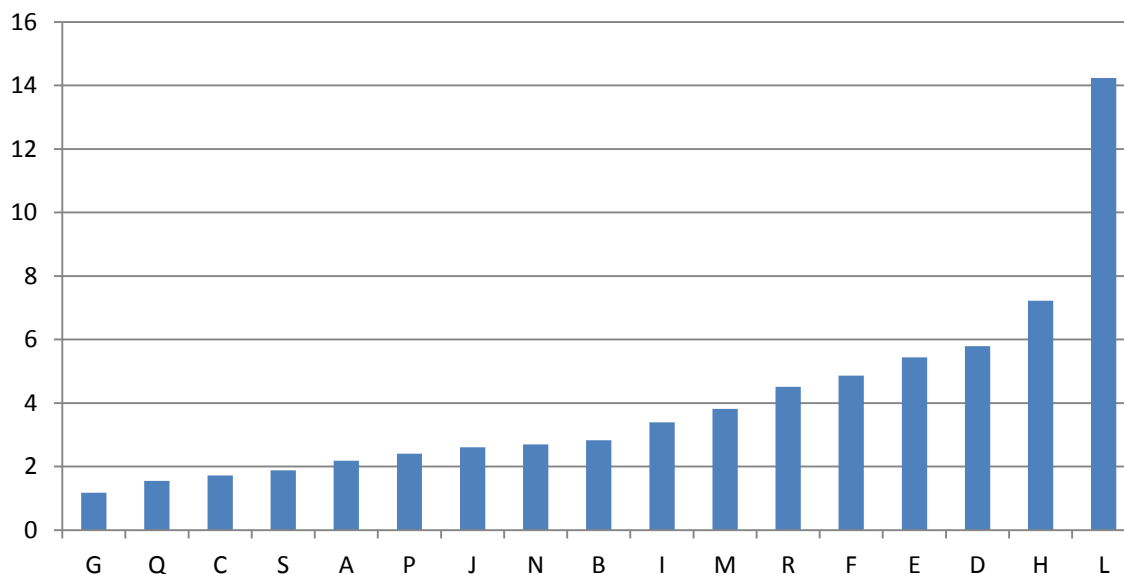


**Figura 4-18: Peso dos sectores nos dividendos totais**

Notas: Categorias da indústria: (A) Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca, (B) Indústrias extrativas, (C) Indústrias transformadoras, (D) Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, (E) Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição, (F) Construção, (G) Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos, (H) Transportes e armazenagem, (I) Alojamento, restauração e similares, (J) Atividades de informação e de comunicação, (L) Atividades imobiliárias, (M) Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares, (N) Atividades administrativas e dos serviços de apoio, (P) Educação, (Q) Atividades de saúde humana e apoio social, (R) Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas, (S) Outras atividades de serviços.

Fonte: SCIE (2008).

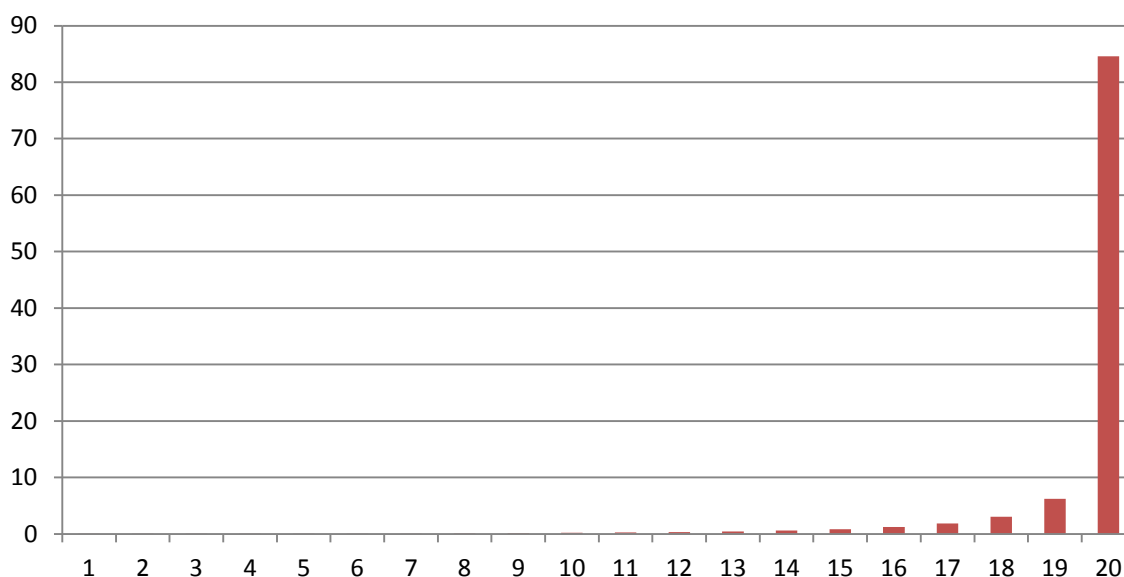
Na Figura 4-19 apresentamos o peso dos juros nos custos totais das empresas por setor de atividade. Nesta dimensão destaca-se de forma clara o setor Atividades imobiliárias, em que os juros representam mais de 14% dos custos totais. Com um peso dos juros superior a 5% dos custos totais destacam-se ainda os setores dos Transportes e armazenagem (7,2%), Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio (5,8%) e Captação, tratamento e distribuição de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição (5,4%).



**Figura 4-19: Peso dos juros nos custos totais por sector (%)**

Notas: Categorias da indústria: (A) Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca, (B) Indústrias extrativas, (C) Indústrias transformadoras, (D) Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, (E) Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição, (F) Construção, (G) Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos, (H) Transportes e armazenagem, (I) Alojamento, restauração e similares, (J) Atividades de informação e de comunicação, (L) Atividades imobiliárias, (M) Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares, (N) Atividades administrativas e dos serviços de apoio, (P) Educação, (Q) Atividades de saúde humana e apoio social, (R) Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas, (S) Outras atividades de serviços.

Fonte: SCIE (2008).

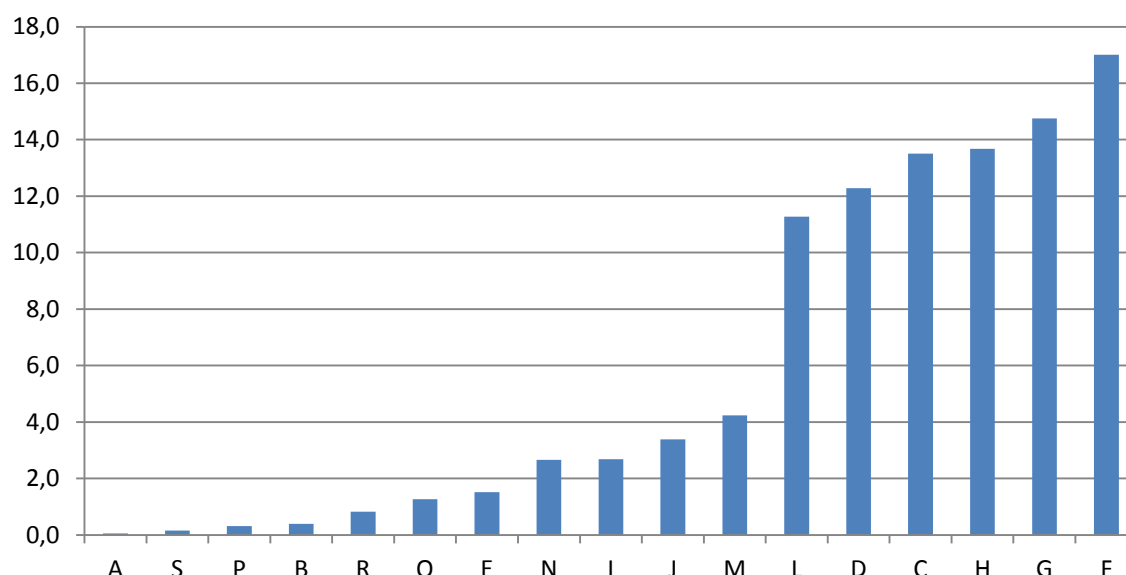


**Figura 4-20: Distribuição dos juros, em percentagem dos juros totais, por vintis de juros**

Fonte: SCIE (2008).

Tal como o acontecia com o pagamento de dividendos, a distribuição de juros está fortemente concentrada num número reduzido de empresas – ver Figura 4-20. Com efeito, 5% das empresas que pagam juros são responsáveis pelo pagamento de cerca de 85% dos juros totais.

No pagamento de juros pelas empresas analisamos também a contribuição dos diferentes setores para os juros totais pagos – estes dados são apresentados na Figura 4-21. Na contribuição dos diferentes setores para o pagamento de juros destacam-se os sectores Construção (17%), Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos (14,8%), Transportes e armazenagem (13,7%), Indústrias transformadoras (13,5%), Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio (12,3%) e Atividades imobiliárias (11,3%), que representam 83% dos juros totais pagos pelas sociedades não financeiras, em 2008.



**Figura 4-21: Peso dos sectores nos juros totais**

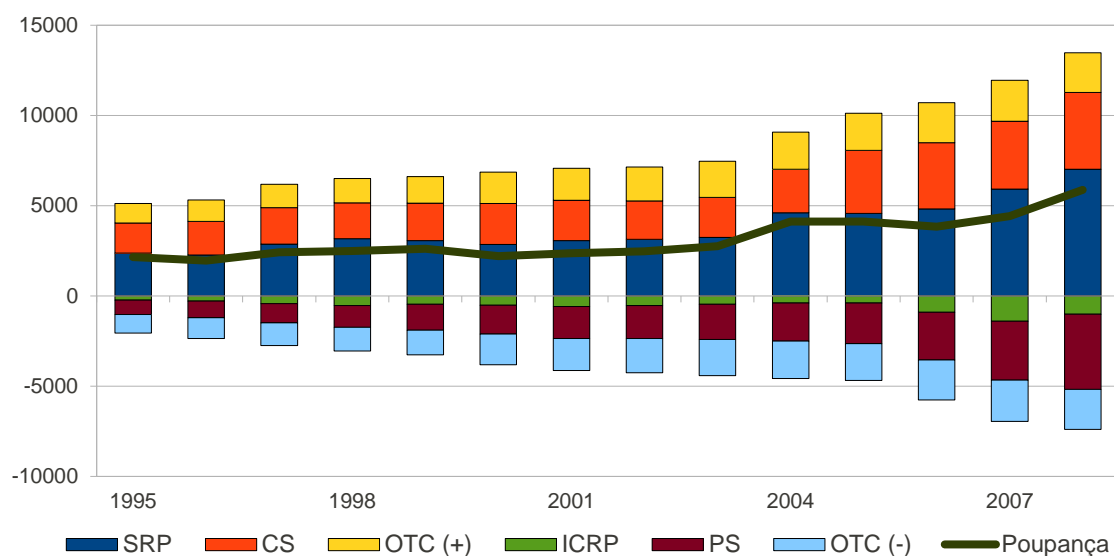
Notas: Categorias da indústria: (A) Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca, (B) Indústrias extrativas, (C) Indústrias transformadoras, (D) Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, (E) Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição, (F) Construção, (G) Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos, (H) Transportes e armazenagem, (I) Alojamento, restauração e similares, (J) Atividades de informação e de comunicação, (L) Atividades imobiliárias, (M) Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares, (N) Atividades administrativas e dos serviços de apoio, (P) Educação, (Q) Atividades de saúde humana e apoio social, (R) Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas, (S) Outras atividades de serviços.

Fonte: SCIE (2008).



### 4.2.2. Sociedades financeiras

Na Figura 4-22 representa-se a poupança das sociedades financeiras, decompondo-a nas mesmas categorias que usámos acima para as sociedades não financeiras. Tal como verificámos nesse caso, no período em questão (1995-2008), a trajetória da poupança seguiu aproximadamente a trajetória do SRP. No caso das sociedades financeiras destaca-se o aumento do peso das prestações sociais ao longo de todo o período.

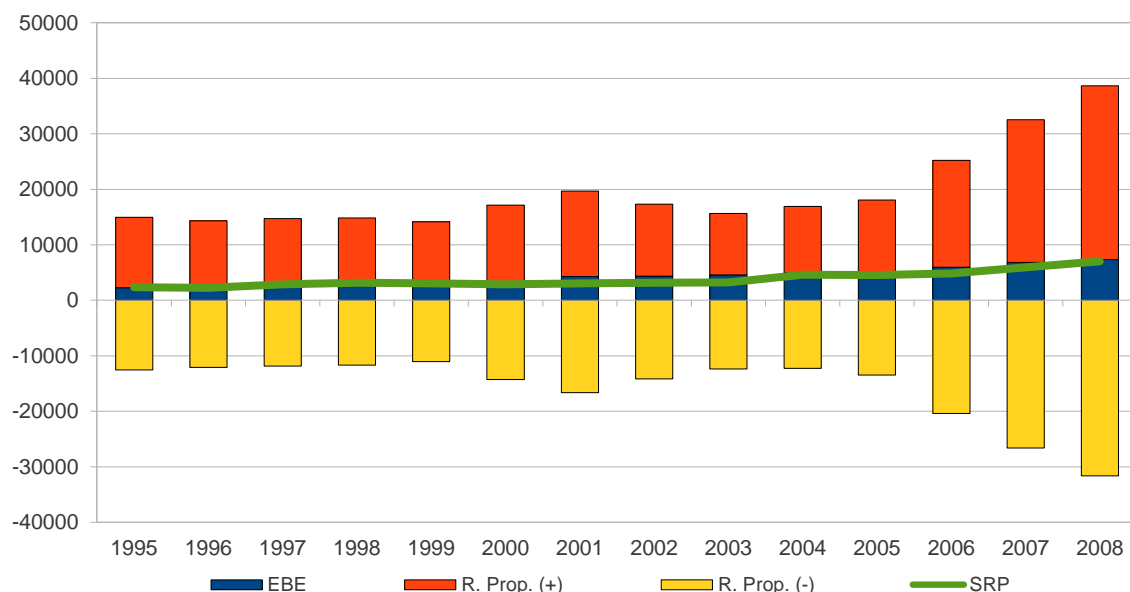


**Figura 4-22: Poupança das sociedades financeiras (milhões de euros)**

Fonte: INE.

Passando à análise das componentes do SRP (Figura 4-23), destaca-se, a partir de 2004 e até 2008, o aumento muito significativo dos rendimentos de propriedade recebidos e pagos, o que poderá ser explicado pelo aumento da taxa de juro.

As sociedades financeiras não estão incluídas nas bases de dados que usámos na secção anterior para analisar o comportamento das sociedades não financeiras, pelo que uma análise mais fina do seu contributo para a poupança não será possível neste trabalho.



**Figura 4-23: Saldo dos rendimentos primários das sociedades financeiras (milhões de euros)**

Fonte: INE.

### 4.3. Conclusão

Neste capítulo analisámos a evolução da poupança das famílias e das empresas nas últimas décadas em Portugal. A evolução da poupança das famílias neste período é indissociável das transformações que o país sofreu. Assim, para o decréscimo da poupança das famílias contribuíram o desenvolvimento do sistema financeiro, que facilitou o acesso ao crédito a taxas de juro mais baixas, a participação de Portugal no processo de integração Europeia, que sustentou a expansão da atividade económica e a formação de expectativas muito otimistas quanto ao nível de vida dos portugueses, e o desenvolvimento do Estado social.

A análise dos dados microeconómicos produziu várias conclusões, entre as quais salientamos: o efeito positivo do rendimento sobre a poupança; a inexistência de um padrão claro quanto ao efeito do nível de escolaridade sobre a poupança; o facto de famílias com as mesmas características pouparem mais nas ilhas, no Centro e no Alentejo do que no resto do país; o efeito positivo da situação de reformado sobre a poupança e o efeito negativo no caso dos trabalhadores por conta própria com trabalhadores a seu cargo. A situação dos agregados familiares com poupança negativa foi estudada separadamente. Neste estudo salientamos o facto de a probabilidade de apresentar poupança negativa ser maior para os agregados cujo representante tem um grau do ensino superior. Este resultado poderá ser demonstrativo da valorização do

ensino superior no mercado de trabalho, que tornará mais fácil o acesso ao crédito por parte dos indivíduos com um grau do ensino superior. Com efeito, o endividamento tende a estar concentrado nas famílias com rendimentos mais elevados.

Ao nível das empresas o aspeto mais saliente da análise é a redução do contributo das empresas para a poupança em Portugal. Esta redução está associada ao aumento dos juros e dividendos pagos pelas empresas. Uma análise mais detalhada deste fenómeno mostra que o pagamento de juros e de dividendos está concentrada num número reduzido de empresas, usualmente grandes empresas, dos sectores Indústrias transformadoras, Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio, Atividades imobiliárias e Construção, e, no caso do pagamento de juros, com níveis intermédios de endividamento.

A poupança tem como contrapartida a acumulação de ativos ou a redução de passivos. É para a escolha das aplicações da poupança das famílias portuguesas que dirigiremos a nossa atenção no próximo capítulo.

## 5. Aplicações financeiras e poupança das famílias

---

Neste capítulo analisamos as aplicações financeiras das famílias ao nível microeconómico. Caracterizamos a composição da carteira das famílias e os fatores que a determinam, nomeadamente a sua distribuição por nível de rendimento das famílias, por nível de educação e por área de residência. Esta análise microeconómica baseia-se no Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias (IPEF), no Inquérito aos Orçamentos Familiares (IOF) e no Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF) realizados pelo INE e disponíveis para os anos 1994, 2000 e 2006. No Apêndice 9.2 descrevemos os objetivos do inquérito de 2006, bem como as variáveis utilizadas na análise realizada nesta secção.<sup>58</sup>

A nossa análise concentra-se nas cinco principais aplicações financeiras da carteira das famílias portuguesas: ações, Certificados de Aforro, Depósitos a Prazo, participações em Fundos de Investimento e Planos Poupança Reforma (PPR). Estas cinco aplicações financeiras representam 58% do total dos ativos financeiros das famílias inquiridas no IPEF realizado no ano de 2006. De fora ficam, entre outros, os depósitos à ordem, o numerário, as obrigações do tesouro e os empréstimos concedidos.

Na secção 5.1, analisamos a distribuição e os fatores que determinam as aplicações em ações, certificados de aforro, depósitos a prazo e participações em fundos de investimento, as quais representavam, em 2006, 51,6% da riqueza financeira total das famílias inquiridas no IPEF. Na secção 5.2, analisamos as aplicações financeiras oferecidas pelas seguradoras, dando especial atenção aos PPR, os quais representavam, em 2006, 6,3% da riqueza financeira total das famílias inquiridas no IPEF.

### 5.1. Aplicações financeiras: uma análise microeconómica

A primeira parte desta secção utiliza dados do IPEF para documentar a natureza assimétrica da distribuição da riqueza financeira das famílias em Portugal, isto é, a elevada concentração de riqueza financeira numa fração muito reduzida de famílias. Na

---

<sup>58</sup> A informação recolhida no inquérito de 2000 é reduzida quando comparada com a informação recolhida no inquérito de 2006. Por exemplo, o inquérito de 2000 não fornece informação demográfica sobre o agregado familiar e a informação sobre algumas das variáveis é muito pouco detalhada.

segunda parte usamos aqueles dados para avaliar a importância de diferentes fatores na escolha das aplicações de poupança por parte das famílias portuguesas.

### 5.1.1. Distribuição assimétrica da riqueza financeira das famílias

Da análise do IPEF de 2006, bem como dos outros anos, conclui-se que a distribuição da riqueza financeira pelas famílias é muito assimétrica. Uma grande proporção da riqueza financeira é detida por uma pequena fração das famílias. Por exemplo, em 2000, 40% dos ativos financeiros eram detidos por 1% das famílias e 10% das famílias detinham quase 74% dos ativos financeiros. Em 2006, 1% das famílias detinham 34% dos ativos financeiros e 10% das famílias detinham 78% desses ativos.

Apesar de muito assimétrica, a verdade é que a maioria das famílias é detentora de algum ativo patrimonial. Por exemplo, 86,3% dos agregados familiares possuem algum tipo de ativo não financeiro e 76,1% possuem ativos financeiros. As aplicações menos populares são as que estão associadas a níveis de risco mais elevado: apenas 2,9% dos agregados possuem participações em fundos de investimento (1,1% em 2000), sendo o seu valor médio de € 29761 e desvio-padrão de € 42814, e só 5,2% dos agregados têm ações (5,5% em 2000), com um valor médio de € 20197 e um desvio-padrão de € 66264. A proporção sobe um pouco no caso dos certificados de aforro: 8,9% dos agregados têm este tipo de ativo (4,8% em 2000), sendo o seu valor médio e desvio-padrão € 18377 e € 39020, respetivamente. Já os depósitos a prazo fazem parte da carteira de 36,3% dos agregados, com um valor médio por agregado e desvio padrão de € 10139 e € 27147, respetivamente.

Estas cinco aplicações representam 58% do total de ativos financeiros das famílias inquiridas no IPEF. O nível de desigualdade na distribuição dos valores destes cinco ativos é elevado.<sup>59</sup> De facto, note-se que 12% das famílias com PPR detêm 50% do valor total de PPR, sendo que em relação às ações metade do seu valor é detido por 5% das famílias com ações. Para os CA, DP e participações em FI, metade do valor concentra-se em 8%, 10% e 11% das famílias, respetivamente.

As Tabelas 5-1 e 5-2 ajudam-nos a fazer a caracterização em termos geográficos da riqueza financeira das famílias. A análise da média e da mediana de cada uma das cinco aplicações financeiras por região NUTS II sugere que as diferenças entre regiões são muito significativas. Ao nível dos PPR, o valor mediano é € 5000 nas regiões do Norte,

---

<sup>59</sup> Observa-se, em particular, que o coeficiente de Gini para PPR, DP, participações em FI, CA, ações, é de 0,61, 0,63, 0,64, 0,70, 0,75, respetivamente.

Centro, Lisboa e Alentejo. As regiões do Algarve, Açores e Madeira apresentam valores inferiores em pelo menos 20%. Os valores médios apresentam uma maior dispersão entre as diferentes regiões. Lisboa e Centro apresentam valores médios para os PPR claramente acima das restantes regiões: há uma diferença de 9,8% entre o valor médio de um PPR em Lisboa e o seu correspondente no Norte; na região Centro o valor médio é superior em 4% ao registado em Lisboa.

**Tabela 5-1: Média de cada um dos tipos de investimento por região**

NUTS II	PPR	CA	DP	FI	Ações
Norte	9006,7	15384,9	14187,5	28337,0	26800,3
Algarve	7733,4	20458,4	16323,4	21138,6	11572,8
Centro	10289,8	22879,8	16343,6	20495,3	23081,8
Lisboa	9891,4	22876,3	22623,7	33043,5	14827,7
Alentejo	8938,4	7301,3	11747,2	26084,5	6437,4
RA Açores	8100,4	12416,6	16735,5	68166,7	11012,4
RA Madeira	6171,5	17021,4	9188,0	6000,0	3064,6

Fonte: Cálculos dos autores, IDEF (2005/2006).

**Tabela 5-2: Mediana de cada um dos tipos de investimento por região**

NUTS II	PPR	CA	DP	FI	Ações
Norte	4000	7250	7500	11250	5000
Algarve	3368	5180	5707	8076	4250
Centro	5000	8345,5	7500	9873,5	9000
Lisboa	5000	5100	10000	11000	5000
Alentejo	5000	5000	6000	16250	3250
RA Açores	4000	3811,5	6000	62500	4625
RA Madeira	3147,5	5000	5000	6000	1000

Fonte: Cálculos dos autores, IDEF (2005/2006).

Ao nível do investimento em ações as diferenças regionais são ainda mais pronunciadas. Começando pelo seu valor mediano, observamos, uma vez mais, que a região Centro apresenta o valor central mais elevado, € 9000, seguida de Lisboa e do Norte com um valor de € 5000. A região da Madeira aparece bastante abaixo com um valor de € 1000. O valor médio para os investimentos em ações acentua ainda mais as diferenças regionais. A região Norte, com um valor médio de € 26800,3, surge com um valor médio 16% acima da região Centro e 81% acima de Lisboa, cujo valor médio se situa nos € 14827,7.

### 5.1.2. Análise dos fatores determinantes das principais aplicações financeiras

Nesta secção analisamos os fatores que determinam os montantes aplicados em quatro dos principais ativos financeiros das famílias portuguesas: ações, certificados de aforro, depósitos a prazo e participações em fundos de investimento. A análise aqui desenvolvida será estendida aos PPR na secção 5.2.

Ao longo da nossa discussão tomaremos como base de comparação os agregados familiares residentes em Lisboa, cujo representante tem entre 45 e 54 anos, tem o 3º ciclo do ensino básico e trabalha por conta de outrem. Os resultados apresentados seguidamente provêm da estimação de modelos que procuram explicar a probabilidade de ter aplicações em cada um dos ativos estudados.<sup>60</sup>

#### 5.1.2.1. Ações

Começamos a nossa análise por discutir, de forma sucinta, o perfil dos investidores em ações. O primeiro resultado a destacar é o da existência de um efeito positivo do rendimento sobre a probabilidade de investir neste tipo de produto financeiro. Em particular, concluímos que a diferença entre as famílias que estão no grupo das 10% com maior rendimento (10º decil de rendimento) e as famílias que estão no grupo das 10% com menores rendimentos (1º decil de rendimento), no que respeita à propensão a investir em ações, é de 3 pp.

Concluimos também que a riqueza dos agregados familiares em ativos financeiros influencia a propensão a investir em ações, embora de uma forma não uniforme. Nomeadamente, na passagem dos 20% com menor valor de ativos financeiros (1º quintil) para os segundos 20% com menor valor de ativos financeiros (2º quintil) há uma perda de 1,7 pp na propensão a investir em ações. No entanto, a variação do valor dos ativos financeiros entre o 4º e o 5º quintil corresponde a um aumento de 4 pp na probabilidade de investir em ações. Em relação à propriedade de ativos não financeiros, o efeito sobre a aquisição de ações é sempre positivo. Por exemplo, quando as famílias vêem os seus ativos não financeiros aumentar do 1º para o 2º quintil, a sua propensão a investir em ações aumenta cerca de 4,9 pp.

---

<sup>60</sup> O modelo estimado em cada caso é um modelo *probit* e é descrito no Apêndice 9.5.

Verificamos também que as famílias localizadas fora de Lisboa têm uma menor propensão a investir em ações, sendo que, por exemplo, a diferença entre Lisboa e o Norte é de 0,4 pp na probabilidade de investir em ações. A diferença em relação à região Centro atinge os 2,6 pp, com as regiões do Algarve e Alentejo a distanciarem-se 1,1 pp e 2,4 pp, respetivamente. Fora do continente, a diferença situa-se nos 3,9 pp para os Açores e nos 2,7 pp para a Madeira.

Em relação ao sexo do representante do agregado, verificámos que tem uma influência reduzida na probabilidade de adquirir ações: no caso de ser um homem, a probabilidade é superior em 1,9 pp. Mais interessante é a relação do investimento em ações com a idade. Os agregados com representantes mais jovens (indivíduos até aos 24) têm uma maior probabilidade de investir em ações. À medida que se sobe no escalão etário, a propensão para investir em ações diminui: a propensão cai 1,2 pp no escalão dos 25-34 anos, no escalão dos 35-44 cai mais 4,1 pp, tornando a cair mais 0,7 pp no escalão dos 45 aos 54 anos. Porém, os agregados com representantes mais velhos voltam a ter uma maior propensão em investir. Em particular, os agregados com representantes com 65 ou mais anos têm uma probabilidade de investir em ações superior em 2,8 pp à dos agregados cujos representantes estão entre os 45 e os 54 anos.

Concluimos também que níveis de escolaridade mais baixos estão associados a uma menor probabilidade de investir em ações. Por exemplo, alguém com quatro anos de escolaridade tem uma propensão a investir em ações inferior em 3 pp por comparação com alguém com 9 anos. Já os indivíduos com o ensino secundário apresentam uma vantagem de 1,8 pp, enquanto os licenciados têm uma propensão para investir em ações superior em cerca de 2,6 pp.

Por último, concluimos que os trabalhadores por conta própria, por comparação com os trabalhadores por conta de outrem, têm um aumento de 2,1 pp na probabilidade de investir em ações. Os indivíduos desempregados têm uma quebra nesta probabilidade na ordem do 1 pp.

#### **5.1.2.2. Certificados de aforro**

Nesta secção analisamos os fatores que determinam os montantes aplicados em certificados de aforro. À semelhança do que se verifica para o investimento em ações também o investimento em certificados de aforro varia positivamente com o rendimento. Por exemplo, verificamos uma diferença de 4 pp entre o segundo e o terceiro terço da distribuição de rendimento.



No caso da probabilidade de investir em certificados de aforro, a diferença entre homens e mulheres é de apenas 0,5 pp, com vantagem para os homens. Voltamos a encontrar uma situação em que a região Centro tem uma vantagem sobre Lisboa na propensão a investir neste produto, embora a vantagem seja de apenas 0,1 pp; a desvantagem do Norte é de 0,6 pp.

Os mais jovens têm uma menor probabilidade de investir em certificados de aforro, sendo os indivíduos na faixa etária dos 55 aos 64 os que têm maior probabilidade de o fazer (2,3 pp mais do que os indivíduos com 45 a 54 anos de idade). Indivíduos acima dos 64 anos também apresentam uma elevada propensão a investir em certificados de aforro (1,6 pp acima dos indivíduos com 45 a 54 anos de idade).

Tal como tínhamos verificado para as ações, também nos certificados de aforro níveis mais elevados de instrução estão associados a maiores propensões a investir. Por exemplo, um indivíduo com 9 anos de escolaridade tem uma propensão a investir superior à de um indivíduo com 4 anos de escolaridade, sendo a diferença de 2,9 pp. Já um licenciado apresenta um aumento de 5,6 pp face aos indivíduos que apenas possuem o 1º ciclo do ensino básico.

Finalmente, um trabalhador por conta própria, comparado com um trabalhador por conta de outrem, tem um aumento de 0,3 pp na sua probabilidade de investir em certificados de aforro.

### **5.1.2.3. Depósitos a prazo**

Focando agora a nossa atenção nos depósitos a prazo, o ativo financeiro detido pela maior porção de famílias (36%), concluímos que um agregado representado por um homem tem uma probabilidade maior do que um agregado representado por uma mulher de deter um depósito a prazo (cerca de 1,5 pp). No caso dos depósitos a prazo verifica-se que a região Centro apresenta uma vantagem (0,1 pp) em relação a Lisboa. No caso da região Norte, a desvantagem em relação a Lisboa atinge os 1,2 pp, sendo ainda de realçar o facto de os Açores estarem 6,4 pp abaixo de Lisboa.

De forma clara, os indivíduos mais velhos são mais adeptos da aplicação das poupanças em depósitos a prazo, com uma vantagem de cerca de 5 pp dos indivíduos com 55 ou mais anos face aos indivíduos na faixa etária dos 45 aos 54.

Um indivíduo com o ensino secundário completo tem um acréscimo de 2,6 pp na sua propensão de investir em depósitos a prazo por comparação com os que apenas possuem o 9º ano de escolaridade; para os licenciados esta diferença reduz-se a 0,1 pp.

Ao contrário do que observámos para os produtos anteriores, os trabalhadores por conta de outrem apresentam uma maior propensão a investir num depósito a prazo, quando comparados com os trabalhadores por conta própria, sendo a diferença de 0,9 pp.

#### **5.1.2.4. Fundos de investimento**

Em relação ao padrão das aplicações em fundos de investimento concluímos que não difere substancialmente dos principais resultados descritos para as outras aplicações. A maior propensão dos agregados representados por homens a investir neste produto, embora estatisticamente significativa, é reduzida (0,1 pp). Todas as regiões, por comparação com Lisboa, apresentam uma menor propensão a investir em fundos de investimento, mas, contrariamente a alguns dos resultados anteriores, esta diferença é diminuta, não ultrapassando os 0,2 pp. Embora haja uma vantagem para os indivíduos mais velhos no investimento neste produto, as diferenças entre os diferentes grupos etários são muito pequenas. A escolaridade, à semelhança dos resultados anteriores, apresenta um efeito positivo no investimento em fundos de investimento, com particular destaque para os licenciados, os quais registam um ganho na propensão na ordem dos 1,5 pp, mantendo constante as restantes variáveis introduzidas no modelo. A diferença entre trabalhadores por conta própria e trabalhadores por conta de outrem é positiva, mas ronda apenas os 0,1 pp.

## **5.2. Produtos de poupança das seguradoras**

Esta secção é dedicada à análise do comportamento das aplicações em produtos de poupança das seguradoras. De acordo com um relatório elaborado pela Associação Portuguesa de Seguradores uma parte substancial das poupanças dos portugueses (cerca de 20%) é captada pelas seguradoras.<sup>61</sup> Entre os produtos mais populares, assumem particular destaque os Produtos de Capitalização e os Planos de Poupança Reforma e Educação.

Na secção 5.2.1 caracterizamos de forma geral as despesas em seguros. Na secção 5.2.2 aprofundamos esta caracterização, analisando o perfil dos agregados familiares que

---

<sup>61</sup> “Poupança em Portugal, contribuição do Sector Segurador” (APS, 2010).

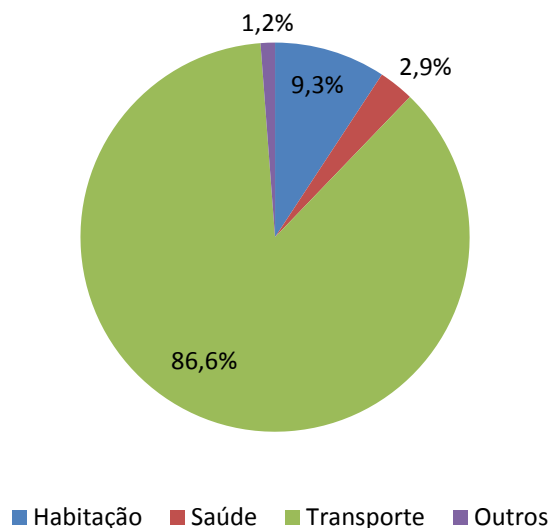
fazem despesas em seguros. O mesmo tipo de abordagem é aplicado ao estudo do perfil do investidor em PPR na secção 5.2.3. Finalmente, a secção 5.2.4 analisa os fatores determinantes dos montantes aplicados em PPR.

### **5.2.1. Caracterização geral da despesa em seguros**

Nesta secção apresentamos uma breve descrição da despesa em seguros utilizando a informação do inquérito às despesas das famílias (IDEF), do INE, já descrito no capítulo 4 (ver Apêndice 9.2). Da análise do IDEF 2005/2006 concluímos que cerca de 75% das famílias tinham alguma forma de seguro (em 2000 esta percentagem era de 71%). Destas, 75% apresentam um valor total de despesas em seguros igual ou superior a € 250 (€ 200 em 2000). O montante médio de despesa em seguros por agregado familiar é de € 529, com uma mediana de € 395. Em 10% dos casos o montante dessa despesa situa-se acima dos € 1032. Em 2000 estes valores eram € 415, € 300 e € 848, respetivamente.

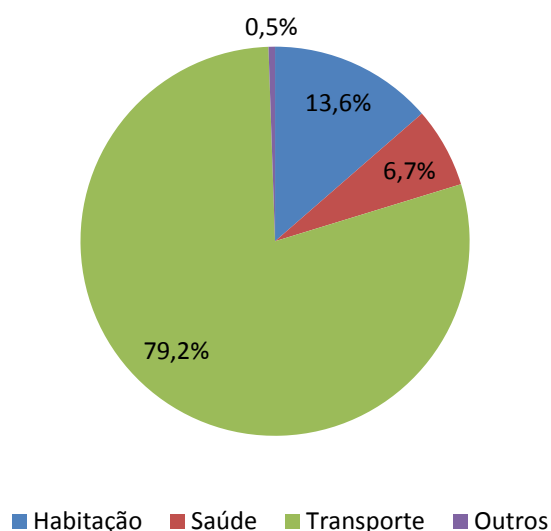
Para as famílias que possuíam alguma forma de seguro em 2006, estas despesas representam, em média, 2,8% da despesa total do agregado (a mediana é 2,4%). Em 75% dos casos, o montante de seguros representa pelo menos 1,5% da despesa total, enquanto em 10% dos casos ultrapassa os 5%. Estes valores não apresentam variações significativas relativamente aos valores observados em 2000.

Em termos de distribuição dos gastos totais com seguros entre as suas diferentes componentes, Figuras 5-1 e 5-2, observamos que a componente principal são os seguros de transporte (86,6% em 2000 e 79,2% em 2006), seguidos dos seguros de habitação e dos seguros de saúde. No caso dos seguros de habitação ocorreu um aumento entre 2000 e 2006 de 9.3% para 13.6%. O aumento do peso dos seguros de saúde foi mais pronunciado, tendo mais do que duplicado (de um peso de 2,9% nas despesas totais em 2000, atingiu os 6,7% em 2006).



**Figura 5-1: Peso dos diferentes tipos das despesas em seguros: 2000**

Fontes: IOF 2000.



**Figura 5-2: Peso dos diferentes tipos das despesas em seguros: 2006**

Fonte: IDEF 2005/2006.

### 5.2.2. Perfil dos adquirentes de produtos de seguro

Para caracterizarmos o perfil das famílias que adquirem produtos de seguros utilizámos um modelo econométrico (*probit*) semelhante aos usados em secções anteriores deste trabalho – ver Apêndice 9.5. A variável dependente neste modelo é um indicador (*seguros*) que assume o valor 1 caso a família tenha adquirido pelo menos um produto de seguros, 0 caso contrário. Utilizámos como variáveis explicativas, tanto variáveis definidas ao nível da família, como características do seu representante. O rendimento

total do agregado familiar, medido em milhares de euros (*rend*), e o seu quadrado (*rend*<sup>2</sup>), a percentagem de elementos do agregado que trabalham (*shareprof*), se existe um cônjuge (cônjuge), se há filhos (*filhos*), se há ascendentes a viver no agregado (*ascend*), o número de elementos do agregado (*nelementos*) e o seu quadrado (*nelementos*<sup>2</sup>), e a residência (NUTS II)<sup>62</sup> (*nutsii*) são as variáveis ao nível da família usadas. Relativamente ao seu representante legal incluímos a indicação se é do sexo feminino (*mulher*), o seu grupo etário<sup>63</sup> (*getario*), o seu nível de escolaridade<sup>64</sup> (*escol*) e a posição face ao mercado de trabalho<sup>65</sup> (*trabalho*).<sup>66</sup>

Os nossos resultados, apresentados na Tabela 5-3, sugerem que um maior rendimento está associado a uma maior probabilidade de adquirir um seguro: um acréscimo de € 1000 no rendimento da família, em média, está associado a um aumento de 0,7 pp na probabilidade de adquirir um seguro.

Em relação à composição do agregado familiar, e à semelhança do que acontecia para as aplicações financeiras analisadas nas secções anteriores, as famílias representadas por uma mulher têm uma menor probabilidade de adquirir seguros (a diferença é de 1 pp). O facto de o agregado familiar ter filhos leva a um aumento, em média, de 6 pp na probabilidade de adquirir um seguro. Observamos também que agregados de maior dimensão têm uma maior probabilidade de adquirir um seguro: por cada elemento adicional na família o acréscimo médio na probabilidade de adquirir um seguro é de 0,3 pp. Tendo por base os representantes da família com idades entre os 45 e os 64 anos, observamos que todos os outros níveis etários apresentam uma menor probabilidade de adquirir um seguro. Para aqueles que têm 65 a 74 anos a quebra é de 3,2 pp, enquanto para os que têm 75 ou mais anos a quebra é mais pronunciada (11,7 pp). Olhando para os agregados com representantes mais jovens, concluímos que na classe dos 30 aos 34

<sup>62</sup> As regiões são: (11) Norte, (15) Algarve, (16) Centro, (17) Lisboa, (18) Alentejo, (20) RA Açores, (30) RA Madeira.

<sup>63</sup> Os grupos etários são: 4. [18,24], 5. [25,29], 6. [30,44], 7. [45,64], 8. [65,74], 9. ≥75.

<sup>64</sup> Os níveis de escolaridade são: (1) sem escolaridade, (2) básico - 1º ciclo (4º ano/classe), (3) básico - 2º ciclo (6º ano), (4) básico - 3º ciclo (9º ano), (5) secundário (12º ano) e pós-secundário, (6) superior universitário (bacharelato, licenciatura).

<sup>65</sup> A posição face ao mercado de trabalho assume 9 categorias: (1) trabalhador por conta própria com trabalhadores, (2) trabalhador por conta própria sem trabalhadores, (3) trabalhador por conta de outrem, (4) trabalhadores familiares não remunerados, (5) desempregado, (6) reformado ou aposentado, (7) aluno ou estudante, (8) doméstico, (9) incapacitado.

<sup>66</sup> Neste modelo *probit*, definimos como categoria base da análise um agregado familiar com um homem como elemento de referência na resposta ao inquérito, a viver sem cônjuge, nem filhos, nem ascendentes, a residir em Lisboa, com o ensino básico, com idade entre os 45 e os 64 anos e a trabalhar por conta de outrem. Os resultados da estimação deste modelo são apresentados na Tabela 5-3.

anos a quebra é de 4 pp, sendo esta diminuição de 6,2 pp e 9,1 pp para os grupos etários dos 25 aos 29 anos e dos 18 aos 24 anos, respetivamente.

Em relação à escolaridade os nossos resultados sugerem um efeito positivo (excluindo o nível de educação superior), a sua magnitude é reduzida: a diferença entre 4 anos de escolaridade e 9 anos de escolaridade na probabilidade de interesse é de 2 pp, não existindo diferenças de comportamento em relação à aquisição de seguros entre os indivíduos com o ensino superior e aqueles que possuem o primeiro ciclo do ensino básico (controlando para todos os outros fatores incluídos no modelo acima apresentado).

**Tabela 5-3: Fatores determinantes da aquisição de seguros – modelo *probit***

Variável		Variável		Variável	
rend	0.0376*** (0.0001)	8. getario	-0.1542*** (0.0033)	6. trabalho	0.0654*** (0.0043)
rend <sup>2</sup>	-0.0001*** (0.0000)	9. getario	-0.4754*** (0.0036)	7. trabalho	0.0942*** (0.0188)
mulher	-0.0515*** (0.0020)	1. escol	-0.7400*** (0.0025)	8. trabalho	-0.4354*** (0.0128)
cônjuge	0.4449*** (0.0028)	3. escol	0.1388*** (0.0028)	9. trabalho	0.0365*** (0.0061)
filhos	0.2772*** (0.0033)	4. escol	0.1138*** (0.0029)	shareprof	0.4264*** (0.0043)
ascend	0.3735*** (0.0050)	5. escol	0.1227*** (0.0034)	11. nutsii	0.3134*** (0.0022)
nelementos	0.1653*** (0.0038)	6. escol	0.0008 (0.0041)	15. nutsii	0.2712*** (0.0044)
nelementos <sup>2</sup>	-0.0302*** (0.0004)	1. trabalho	-0.0650*** (0.0041)	16. nutsii	0.3907*** (0.0024)
4. getario	-0.3876*** (0.0058)	2. trabalho	0.1705*** (0.0038)	18. nutsii	0.1661*** (0.0033)
5. getario	-0.2782*** (0.0041)	4. trabalho	-0.4909*** (0.0150)	20. nutsii	-0.1477*** (0.0058)
6. getario	-0.1900*** (0.0025)	5. trabalho	-0.1495*** (0.0049)	30. nutsii	-0.4022*** (0.0055)
Observações	10394	Pseudo-R <sup>2</sup>	0.2950	LogLikelihood	- 1504620

Notas: (1) Erros-padrão entre parêntesis. (2) Significância estatística: \*\*\*, \*\* e \* significam que o coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de significância de 1%, 5% e de 10%, respetivamente. (3) O modelo foi estimado por máxima verosimilhança. (4) A variável dependente assume o valor 1 se a família possui pelo menos um tipo de seguro, 0 caso contrário. (5) Nas regiões a categoria base é Lisboa, na escolaridade a categoria base é básico - 1º ciclo (4º ano/classe), no grupo etário a base são os indivíduos com idades entre os 45 e os 64 anos. (6) Na posição face ao mercado de trabalho a categoria base são aqueles que exercem uma profissão por conta de outrem. (7) Na implementação da regressão utilizamos o ponderador de cada agregado.

Fonte: Cálculos dos autores, IDEF (2005/2006).

Em relação à participação no mercado de trabalho, ao contrário do que acontecia para as aplicações financeiras analisadas acima, destaca-se o facto de a probabilidade de um

trabalhador por contra de outrem e por conta própria não serem significativamente diferentes.

Finalmente, analisando a localização dos agregados familiares, concluímos que a maior incidência na aquisição de seguros, controlando para os restantes fatores incluídos no modelo, ocorre na região Centro, região na qual a probabilidade média de adquirir um seguro é de 95%. Na região de Lisboa esta probabilidade cai para 89%, ao passo que no Norte é de 94%. Nos Açores e na Madeira a probabilidade média é de 86% e 79%, respetivamente, enquanto no Algarve e no Alentejo estes valores são de 93% e 92%, respetivamente.

### 5.2.3. Propensão a investir em PPR

Nesta secção começamos por analisar a distribuição das aplicações em PPR e de seguida estimamos um modelo econométrico que nos permite identificar os fatores determinantes das aplicações em PPR. De acordo com os dados do IPEF (2006), 11,3% dos agregados têm um PPR, com um valor médio de € 9200, e um desvio-padrão associado de mais de € 15000 euros. Conjugando estes resultados com os de um inquérito feito pela APS junto de alguns dos seus associados, podemos de forma muito sucinta descrever o investidor tipo. Cerca de 70% dos PPR são detidos por agregados representados por indivíduos com idade superior a 50 anos e, entre estes, mais de metade correspondem a indivíduos com mais de 65 anos. Há mais agregados representados por homens do que agregados representados por mulheres a subscrever estes planos (numa proporção de 3 para 2). Tipicamente, investem em produtos com prazos bastante alargados (mais de 40% do investimento refere-se a produtos com prazo superior a 8 anos).

Com o objetivo de caracterizarmos os fatores determinantes das aplicações em PPR estimamos, à semelhança do que fizemos anteriormente, um modelo econométrico utilizando os dados do IPEF 2005/2006. Assim, as aplicações em PPR foram analisadas através de um modelo *probit*, sendo a variável dependente, neste caso, igual a 1 quando o agregado familiar possui um PPR, e igual a 0 no caso contrário. A lista de variáveis explicativas, que varia consoante a especificação do modelo, os coeficientes estimados e os impactos marginais são apresentados nas Tabelas 9-4 e 9-5, no Apêndice 9.6.<sup>67</sup>

---

<sup>67</sup> Como foi referido na secção 4.1.4, na avaliação dos resultados devemos ter em conta que os impactos marginais associados a cada variável dependem dos valores das outras variáveis incluídas na análise.



Um primeiro resultado a destacar é o facto de para o grupo base<sup>68</sup> a propensão a ter um PPR ser de 19,8%. Em relação à localização dos agregados familiares, verificámos que todas as regiões apresentam uma menor propensão a investir num PPR por comparação com Lisboa. Em particular, destaca-se o facto de um agregado familiar residir no Norte tem uma menor probabilidade em 9,6 pp, por comparação com Lisboa, de ter um PPR. Concluimos ainda que, relativamente à região de Lisboa, a região do Algarve apresenta uma quebra de 4,4 pp, o Centro um diferencial de 4 pp e o Alentejo uma quebra de 9,3 pp. Entre as regiões autónomas, os Açores apresentam uma diferença face a Lisboa de -7,5 pp, enquanto a Madeira regista uma diferença de -8,2 pp. Ou seja, o Norte e o Alentejo são as regiões que mais se distanciam da região de Lisboa em termos da propensão a investir em PPR. Controlando para o rendimento, observamos uma alteração nas diferenças entre as regiões no padrão de investimento em PPR. Agora, a diferença entre o Norte e Lisboa é de 6,4 pp, sendo que a diferença entre a região Centro e Lisboa não chega aos 2 pp. Deste modo, o rendimento do agregado familiar assume, como seria de esperar, um papel determinante na diferenciação dos perfis de investimento em PPR e parte das diferenças regionais é simplesmente explicada pelos diferentes níveis de vida.

Introduz no modelo variáveis relacionadas com a residência do agregado familiar concluimos que o índice de urbanização da área de residência do agregado familiar está negativamente associado à propensão a investir em PPR; isto é, uma menor taxa de urbanização, em média, propicia um maior investimento em PPR. Áreas medianamente urbanas têm vantagem em cerca de 1 pp face a áreas predominantemente urbanas, e estas são ultrapassadas em cerca de 0,6 pp pelas áreas predominantemente rurais.

A avaliação do efeito do rendimento nas aplicações em PPR, mantendo tudo o resto constante, sugere que um acréscimo de 10% no rendimento está associado a um aumento de cerca de 1,2 pp na propensão ao investimento em PPR. Uma forma alternativa de ler o resultado é a seguinte: um aumento de € 1000 anuais no rendimento do agregado está associado a um aumento de 0,3 pp na propensão de investir num PPR. Podemos ainda repartir o rendimento por quintis e avaliar o seu impacto na decisão de adquirir um PPR. Tendo como base o 1º quintil de rendimento, concluimos que um aumento do rendimento que coloque a família no 2º quintil da distribuição leva a um aumento da propensão a investir em PPR de 3,4 pp. Já a passagem do nível de rendimento do 4º para o 5º quintil está associada a um aumento dessa mesma propensão

---

<sup>68</sup> Famílias a residir em Lisboa, com um representante do sexo masculino, com o 3º ciclo do ensino básico, entre os 45 e os 54 anos e trabalhador por conta de outrem.



em apenas 1,6 pp. Este resultado indica que o efeito rendimento é particularmente acentuado para níveis de rendimento mais baixos, não deixando, no entanto, de ser relevante para níveis mais elevados de rendimento.

Tendo como base de comparação os representantes do agregado familiar com idades entre 45 e os 54 observamos que a faixa etária seguinte, situada entre os 55 e os 64 anos, é a que apresenta a maior propensão a aplicar as poupanças em PPR, com uma diferença de cerca de 4,7 pp. Os agregados com representantes com idades de 65 ou mais anos apresentam uma propensão a investir em PPR superior ao escalão dos 45-54 em 1,6 pp, ou seja inferior em 3,1 pp ao escalão 55-64. De acordo com o esperado, os agregados com representantes mais jovens investem menos em PPR, com particular destaque para aqueles que estão na faixa etária dos 25 aos 34 anos (a propensão a poupar é inferior em 5,6 pp face aos representantes com 45 a 54 anos).

É também interessante avaliar de que modo a propensão a poupar na forma de PPR é condicionada pelo nível de escolaridade do representante do agregado familiar. De forma clara, esta propensão evolui positivamente com o nível de escolaridade. Podemos, a título de exemplo, notar que os indivíduos com formação universitária possuem uma propensão média a poupar na forma de PPR maior em cerca de 4,8 pp do que a propensão daqueles que possuem o 3º ciclo do ensino básico, enquanto a vantagem face a este grupo dos que possuem o ensino secundário é de apenas 2,7 pp. Já os que não possuem qualquer habilitação escolar e os que apenas completaram o 1º ciclo do ensino básico apresentam uma quebra de 8,5 e 2,9 pp, respetivamente. Os agregados cujos representantes completaram o 2º ciclo do ensino básico têm maior propensão a poupar sob a forma de PPR face aos que possuem o 3º ciclo do ensino básico, sendo a diferença de 0,8 pp.

Finalmente, focando a nossa atenção na posição no mercado de trabalho do representante do agregado familiar, concluímos que os trabalhadores por conta própria apresentam uma propensão a poupar na forma de PPR superior aos trabalhadores por conta de outrem na ordem dos 7 pp. Relativamente aos trabalhadores por conta de outrem, os reformados ou aposentados apresentam uma probabilidade maior de investir em PPR em cerca de 1 pp.

Na análise que se segue adicionamos os ativos financeiros e não financeiros como fatores determinantes da aquisição de PPR. O valor dos ativos financeiros é líquido de PPR, bem como dos passivos financeiros. De forma genérica, confirma-se o resultado anterior segundo o qual a probabilidade de investir em PPR varia positivamente com o

rendimento do agregado. Nesta formulação do modelo dos fatores explicativos da aquisição de PPR, concluímos que, em média, um aumento do rendimento equivalente à passagem do 1º para o 2º decil está associado a um aumento da propensão a investir em PPR de cerca de 4 pp. Verificamos também que, agora, a passagem do penúltimo para o último decil do rendimento produz um aumento da propensão de possuir um PPR de cerca de 9,5 pp.

O efeito dos ativos financeiros é bem menor, quando comparado com o efeito do rendimento. Numa primeira fase, um aumento dos ativos financeiros conduz à redução da propensão a investir num PPR: a passagem do 1º para o 2º quintil está associada a uma quebra de 1,3 pp na probabilidade de possuir um PPR. Este resultado é esperado, pois valores mais elevados investidos noutros ativos financeiros reduzem a disponibilidade para que os agregados façam investimentos em PPR. Contudo, à medida que o investimento noutros ativos financeiros aumenta, esta relação inverte-se e passa a positiva. Assim, de acordo com o nosso modelo, o salto entre o penúltimo e o último quintil dos ativos financeiros está associado a um ganho na probabilidade de possuir um PPR de cerca de 0,6 pp.

Os ativos não financeiros têm um impacto intermédio entre o do rendimento e o dos ativos financeiros nas decisões de aquisição de PPR. Conclui-se, em particular, que a passagem do 1º para o 2º quintil do valor dos ativos não financeiros induz, em média, um aumento na probabilidade de investir em PPR de aproximadamente 3,7 pp, permanecendo relativamente estável nos quintis seguintes. No entanto, ocorre um aumento substancial, de cerca de 6,8 pp, na passagem do 4º para o 5º quintil.

#### 5.2.4. Montante aplicado em PPR

Nesta secção estimamos um modelo econométrico cujo objetivo é explicar o valor em PPR investido pelas famílias.<sup>69</sup> Na nossa estimação vamos ter em consideração as seguintes características dos agregados familiares ou variáveis explicativas: valor investido em outros ativos financeiros (ações, depósitos a prazo, fundos de investimento e certificados de aforro), o rendimento da família, a localização do agregado familiar, a escolaridade, a posição face ao mercado de trabalho, o grupo etário, bem como um conjunto de outras características relevantes para compreender o valor das aplicações em PPR.

---

<sup>69</sup> O modelo estimado é do tipo *tobit*.

Em relação aos investimentos em outros ativos financeiros e ao seu efeito no investimento em PPR, concluímos que por cada milhar de euros investido em depósitos a prazo, há um aumento de cerca de 44 euros em PPR. A relação é bem mais elevada quando comparamos este efeito com o do investimento em ações: um investimento de 1000 euros em ações está associado a um investimento de cerca de 174 euros em PPR. Para os certificados de aforro e para as participações financeiras estes valores são de 59 e 67 euros, respetivamente.

Focando a atenção no rendimento das famílias, verificamos que a passagem do 1º para 2º quintil da distribuição de rendimento em média induz um investimento em PPR de cerca de 7600 euros. Este efeito reduz-se para os níveis de rendimento mais elevados. Em particular, uma variação de rendimento que eleva o rendimento do 9º para o 10º quintil está associada a um aumento no investimento em PPR de 4800 euros.

Analisando as diferenças regionais, concluímos que, em média, em todas as regiões, com a exceção da região Centro, esse investimento é inferior ao registado em Lisboa. Para um agregado com as características tomadas como base, na região Norte o investimento em PPR é inferior em cerca de 4300 euros ao registado em Lisboa. Na região Centro o investimento é superior em cerca de 526 euros. Na região do Algarve a quebra de investimento é de 3870 euros, ao passo que no Alentejo essa quebra atinge os 2890 euros. Nas ilhas a redução ronda os 2 mil euros nos Açores e os 2800 euros na Madeira. O valor do investimento em PPR também varia negativamente com o grau de urbanização.

A análise do efeito da escolaridade no investimento em PPR sugere que, em média, os agregados cujo representante tem o ensino secundário poupam mais cerca de 1000 euros em PPR do que os agregados cujo representante apenas tem o 3º ciclo do ensino básico. Por outro lado, quando o representante tem o 6º ano de escolaridade o investimento em PPR é idêntico ao da categoria base. Já os agregados com um representante com o 1º ciclo do ensino básico aplicam menos cerca de 2000 euros em PPR. Relativamente à categoria base de escolaridade, os indivíduos com o ensino superior gastam mais cerca de 1600 euros em PPR.

Em relação à situação do representante do agregado face ao mercado de trabalho, e por comparação com os trabalhadores por conta de outrem, os trabalhadores por conta própria investem mais 2500 euros em PPR. Os indivíduos com idades entre os 55 e os 64 anos investem mais 2200 euros em comparação com aqueles que estão entre os 45 e os 54 anos.

Finalmente, comparando os proprietários de habitação com um crédito com aqueles que não possuem um crédito à habitação observa-se uma quebra de quase 2 mil euros no investimento em PPR.

### 5.3. Conclusão

Nesta secção, caracterizámos com algum detalhe microeconómico o perfil do investidor português, no que respeita a compra de aplicações financeiras.

Alguns detalhes são transversais à maioria dos tipos de investimento. Por exemplo, quanto maior a escolaridade maior a propensão a investir. A explicação para tal correlação é simples. É de esperar que indivíduos com maiores níveis de educação sejam aqueles que revelam uma maior preocupação com o futuro e estejam disponíveis para fazer maiores sacrifícios no presente. Também indivíduos que trabalham por conta própria têm tendência a investir mais em aplicações financeiras, talvez porque ao terem rendimentos mais voláteis a poupança por precaução se torna uma necessidade.

Quanto à idade, observamos que a juventude é sinónimo de maiores riscos, com uma maior propensão dos jovens a investir em ações, enquanto as faixas etárias mais elevadas revelam preferência por investimentos mais seguros, como os certificados de aforro ou os planos poupança reforma.

Os habitantes da região de Lisboa são os que maior apetência mostram por investimentos de maior risco, como ações e fundos de investimento, enquanto os do Centro manifestam maior preferência por ativos seguros, como certificados de aforro e depósitos a prazo.

Um dos elementos importantes na escolha da aplicação para as poupanças, além do risco, é a rentabilidade. O efeito das políticas públicas sobre essa rentabilidade e sobre o comportamento em geral da poupança é o tema do próximo capítulo.

## 6. Políticas públicas e a poupança

---

A forte e contínua redução da taxa de poupança da economia portuguesa nas últimas décadas foi até à crise financeira internacional um facto largamente ignorado por especialistas e decisores de política.<sup>70</sup> Como demonstrámos em capítulos anteriores, esse foi um dos fatores que por si só contribuiu para os desequilíbrios económicos que se avolumaram nos últimos anos e que resultaram na crise da dívida soberana. Esta, ao limitar as possibilidades de financiamento da economia portuguesa junto do exterior, reposicionou a poupança como uma variável crucial no processo de ajustamento dos desequilíbrios. Uma economia fortemente endividada como a portuguesa, no contexto de grande incerteza e dificuldade de acesso aos mercados internacionais, só poderá ultrapassar a atual crise aumentando de forma muito significativa a poupança nacional.

Dada a contribuição fortemente negativa do Estado para a poupança nacional, o melhor contributo que este poderia dar para aquele desígnio seria ele próprio poupar. Por outro lado, no processo de decisão sobre qualquer política económica o Estado deve ter em consideração o seu impacto na poupança. Adicionalmente, o Estado pode definir e aplicar políticas de estímulo à poupança.

Contudo, qualquer análise das políticas públicas relacionadas com a poupança necessitará de ter como referências as respostas dadas a duas questões:

1. Por que é que o Estado se deve preocupar com o nível da poupança nacional?
2. De que forma é que a intervenção do Estado afetará a poupança?

---

<sup>70</sup> Uma das exceções a este padrão foi o Relatório Anual Gerência de 2000 do Banco de Portugal, onde se refere a urgência de corrigir os desequilíbrios externos e aumentar a taxa de poupança: “A evolução observada em 2000 deve ser interpretada como o início do processo de ajustamento da economia portuguesa, que terá que prosseguir nos próximos anos. Caso contrário, apenas se agravará a magnitude do futuro ajustamento necessário, aumentando a probabilidade de ele vir a ser desencadeado de forma brusca. Acresce que o conjunto dos instrumentos de política ao dispor das autoridades para facilitar o processo de ajustamento é mais limitado no contexto da participação na área do euro. Assim, a inevitável correção dos desequilíbrios externos terá que passar necessariamente por uma redução dos ritmos de crescimento da procura interna, pública e privada.” (p. 266)

É sobre estas duas questões que este capítulo se debruça.<sup>71</sup> Começamos por discutir, na secção 6.1, a questão do nível ótimo da taxa de poupança numa sociedade e as diferentes visões que em relação a esta questão existem entre os economistas. A intervenção do Estado no domínio da poupança deverá ter aquele nível ótimo como referência, embora aquilo que determina o valor ótimo da poupança também seja suscetível de debate. A secção 6.2 trata da questão da tributação e dos benefícios fiscais. A secção 6.3 descreve alguns dos principais mecanismos de política usados para influenciar a propensão a poupar e sugere possíveis políticas de promoção da poupança. A secção 6.4 conclui.

## 6.1. Poupança ótima

Nesta secção analisamos o conceito de poupança ótima, contrapondo os efeitos de longo prazo, na secção 6.1.1, e os efeitos de curto prazo, na secção 6.1.2, de variações na poupança.

### 6.1.1. A regra de ouro

Como vimos no capítulo 2, o saldo da balança corrente é igual à diferença entre a poupança e o investimento. Numa economia fechada ao exterior, o saldo da balança corrente é zero por definição e a poupança tem de igualar o investimento.<sup>72</sup> O investimento, enquanto acumulação de bens que podem ser usados na produção de outros bens, é fundamental para que um país possa crescer, isto é, aumentar a produção de bens e, por essa via, o consumo e o bem-estar da população. Contudo, isto não significa que mais investimento seja sempre preferível a menos investimento. De facto, Edmund Phelps mostrou em 1961, num artigo intitulado “*The Golden Rule of Capital Accumulation*”, que existe um nível ótimo do *stock* de capital, a que corresponde um nível ótimo da taxa de poupança, conhecido como “a regra de ouro” da poupança.<sup>73</sup> Uma sociedade que invista pouco terá uma capacidade de produção de bens reduzida, pelo que o seu nível de consumo também será pequeno. Mas uma sociedade que queira

---

<sup>71</sup> Neste trabalho ignoramos uma questão fundamental em qualquer política da poupança: a questão da alocação da poupança – ver a este propósito, por exemplo, Summers (1985).

<sup>72</sup> Como vimos no capítulo 2, é possível argumentar que, com economias abertas como a nossa, a ligação entre poupança interna e investimento terá sido quebrada, dado que as empresas se podem financiar no exterior. No entanto, deve referir-se que vários estudos confirmam empiricamente a associação entre poupança e investimento internos. Na verdade, há fortes evidências de que os aforradores preferem investimentos no país de origem (“*home bias*”) – recorde-se a secção 2.2.

<sup>73</sup> Phelps (1961).

manter um *stock* de capital elevado terá de afetar uma parte significativa da sua capacidade produtiva à produção de bens de capital, simplesmente para repor o capital que se vai desgastando, o que implica afetar uma parte menor da capacidade produtiva à produção de bens de consumo — situação conhecida por "ineficiência dinâmica".

Phelps fez a demonstração da existência deste nível ótimo no quadro de um modelo particular, o modelo de crescimento proposto por Robert Solow.<sup>74</sup> Sendo baseado num modelo, há sempre espaço para duvidar da aplicabilidade das conclusões. De qualquer modo, o facto de a taxa ótima de acordo com esse modelo (cerca de 33%) estar muito próxima da então taxa de poupança nos EUA descansou os que se preocupavam com a comparação entre o crescimento económico nos EUA e na União das Repúblicas Socialistas Soviéticas (URSS): medidas adicionais de estímulo à poupança nos EUA não seriam necessárias.

A URSS era tida como uma economia em franco crescimento em resultado do ritmo de investimento elevado, o que no contexto da Guerra Fria entre as duas maiores potências mundiais causava apreensão nos EUA. A poupança que financiava o investimento soviético era "poupança forçada", imposta pelo planeamento centralizado da economia da URSS, que ditava a repartição dos recursos produtivos pelos vários sectores da economia. Outros países no pós-guerra seguiram políticas similares. Com grande parte da capacidade produtiva da Europa Central destruída, e milhões de pessoas desalojadas e deslocadas para alimentar, países como o Reino Unido viram-se na necessidade de impor esquemas de racionamento. Era preciso conciliar as necessidades imediatas das populações com a necessidade de reconstruir o sistema produtivo, de forma a assegurar níveis de produção e de bem-estar mais elevados no futuro. O mesmo tipo de preocupação foi importante noutros países, nomeadamente no Japão.

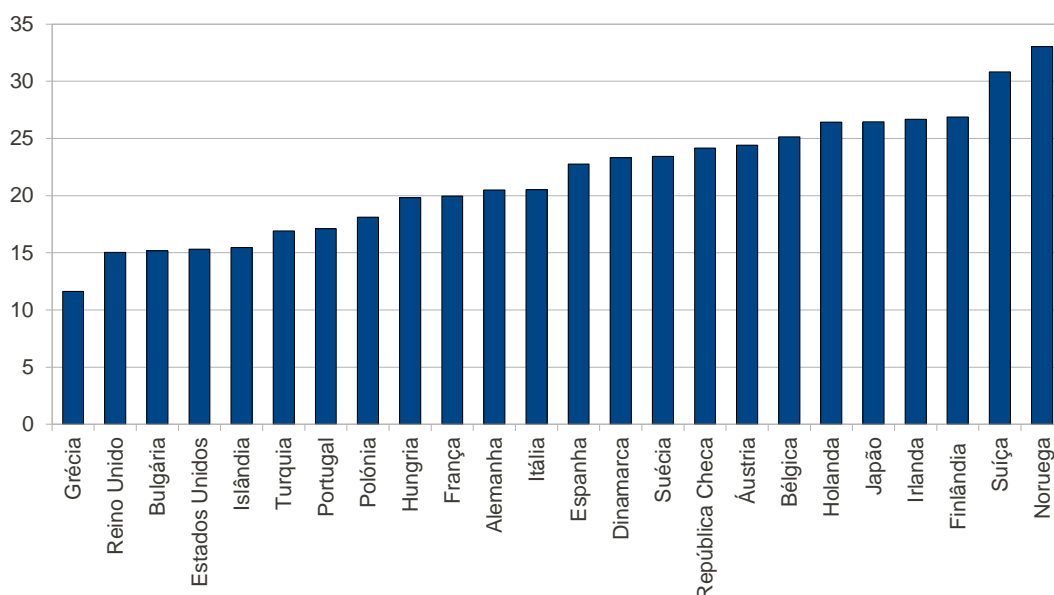
Voltando à regra de ouro proposta por Phelps, esta diz que a taxa ótima de poupança é igual à parte do capital na distribuição do rendimento. Em Portugal, esta é atualmente cerca de 35%, enquanto a taxa de poupança é 10%, o que sugere uma clara insuficiência da taxa de poupança. Esta ideia é reforçada pela comparação internacional feita na Figura 6.1. Nessa figura, podemos ver que a taxa de poupança em Portugal tem sido das mais baixas entre os países desenvolvidos. Com taxas de poupança semelhantes à de Portugal, encontramos países que têm passado por grandes dificuldades na sequência

---

<sup>74</sup> Ambos, Robert Solow e Edmund Phelps, em 1987 e 2006, respetivamente, vieram a ganhar o Prémio Nobel para as Ciências Económicas.



da crise financeira internacional, nomeadamente a Grécia, o Reino Unido, os Estados Unidos e a Islândia.



**Figura 6-1: Taxa de poupança (% RNB, média no período 2000-2005)**

Fonte: AMECO.

### 6.1.2. O paradoxo da poupança

O raciocínio subjacente à regra de ouro de Phelps é um raciocínio de longo prazo, de inspiração clássica. Porém, esta visão positiva do papel da poupança não é partilhada por todos os economistas. Um exemplo importante é o de John Maynard Keynes, de tal modo que esta questão é um dos pontos em que a análise *keynesiana* mais se distingue e confronta com análises económicas de inspiração clássica.

De acordo com a visão clássica da economia, há um nível “natural” do produto para o qual se tenderá na ausência de impedimentos ao funcionamento dos mercados. Quando tal acontecer, haverá equilíbrio no mercado de bens, no mercado de trabalho e no mercado de “fundos emprestáveis”, ou seja, entre a poupança e o investimento (supondo uma economia fechada ao exterior). Na perspetiva clássica, a variável que se ajustará para equilibrar a poupança e o investimento será a taxa de juro: taxas de juro elevadas farão com que o montante que os indivíduos querem poupar seja superior ao montante que os empresários querem investir, e o contrário acontecerá se a taxa de juro for demasiado baixa. Uma vez que o produto estará ao nível natural, o equilíbrio entre a poupança e o investimento apenas determinará qual a parte desse produto que será constituída por bens de investimento e, por diferença, qual a parte que corresponderá a



bens de consumo. Assim, um aumento do desejo de poupar fará com que a taxa de juro de equilíbrio baixe, pelo que o investimento e a poupança serão maiores. O produto obtido incluirá uma maior proporção de bens de investimento, que, ao acrescerem ao *stock* de capital existente, deverão proporcionar um aumento do produto natural no futuro. O aumento da poupança é, assim, sinónimo de crescimento económico futuro e, enquanto não se atingir uma situação de “ineficiência dinâmica” (recorde-se a secção 6.1.1), tal aumento da poupança não será nefasto.

A diferença importante trazida por Keynes para o primeiro plano da análise económica é a possibilidade de o mercado de bens se encontrar numa posição de equilíbrio diferente da correspondente ao produto natural. Para chegar a tal conclusão, Keynes separa a decisão de poupança da taxa de juro, fazendo-a depender antes do nível de rendimento, variando diretamente com este. Quanto ao investimento, Keynes salienta o papel dos “estados de alma” (*animal spirits*) na sua determinação. Assim, o investimento dependerá em grande medida do otimismo dos investidores. No modelo *keynesiano*, o investimento que os empresários decidirem efetuar, de acordo com os seus estados de alma, determinará um produto de equilíbrio possivelmente diferente do natural. Determinará também, como função do rendimento obtido, a poupança das famílias. Dado que, em termos agregados, o investimento e a poupança efetivamente realizados serão sempre iguais entre si (continuamos no âmbito duma economia fechada), em certo sentido o investimento acaba por criar a poupança que o financia. O que acontecerá então se o desejo de poupar aumentar numa economia com características *keynesianas*? O resultado é aquele que ficou conhecido como o “paradoxo da poupança”. Com o investimento determinado pelos estados de alma dos empresários, uma menor procura de bens de consumo significa que o rendimento gerado nesta economia será menor e, portanto, a poupança também será menor. Por outras palavras, o desejo de poupar mais acaba por fazer com que a poupança diminua. Pior do que isso, acaba por fazer com que o rendimento diminua.

Alguns factos sugerem que a visão *keynesiana* é mais realista no curto prazo — recorde-se novamente a questão da insensibilidade da poupança face à sua remuneração, isto é, à taxa de juro. Mas a descrição *keynesiana* do funcionamento da economia também não está isenta de críticas. Fica por saber, por exemplo, o que impede que o mercado de trabalho se equilibre, ou seja, que se elimine o desemprego involuntário que surgiu em resultado da redução do produto. Será a impossibilidade de diminuir o salário nominal? Será a existência de um salário mínimo? Será a existência de “salários de eficiência”, salários mantidos a um nível mais elevado do que seria necessário para contratar os

empregados, como forma de os incentivar a serem mais produtivos? Será a proteção legal dada a quem tem emprego, em detrimento de quem está desempregado? Será que o desemprego é friccional, estimulado pelas regras de atribuição do subsídio de desemprego, que permitirão a permanência no desemprego por um período mais longo? Será que o desemprego é mesmo involuntário? Admitindo que a perspetiva *keynesiana* está correta, o passo seguinte dependerá da resposta a estas questões, podendo passar por medidas de liberalização do mercado de trabalho, ou por tornar o subsídio de desemprego mais penalizador (afastando-o do carácter de seguro contra choques macroeconómicos), ou, numa linha mais próxima da perspetiva *keynesiana* mais tradicional, por usar o orçamento do Estado para estimular a economia.

## 6.2. Tributação e benefícios fiscais<sup>75</sup>

Nesta secção discutem-se os efeitos da tributação direta e indireta na poupança das pessoas singulares e coletivas (secção 6.2.1) e dos benefícios fiscais (secção 6.2.2).

### 6.2.1. Tributação direta vs. tributação indireta

Normalmente, associam-se os impostos à arrecadação de receitas por parte do Estado. Porém, os impostos também podem ser introduzidos ou modificados sob outros pretextos, sendo usual a referência, quando tal é o caso, a “impostos extrafiscais”. Em substituição da obtenção de receita, estes impostos têm o objetivo de induzir determinadas atitudes e comportamentos dos diversos sujeitos económicos, como aumentar o consumo de bens de origem nacional, limitar o consumo de bens tidos como nocivos (tabaco, bebidas alcoólicas, certos combustíveis, etc.), proteger o ambiente, apoiar a constituição de famílias numerosas, ou incentivar a poupança. O sistema fiscal pode influenciar os comportamentos de poupança através de medidas fiscais diretas ou indiretas. Neste contexto, os impostos diretos serão aqueles que incidem sobre manifestações diretas de capacidade contributiva (rendimento ou património); os impostos indiretos serão aqueles que incidem sobre manifestações indiretas dessa capacidade contributiva (consumo ou despesa).

---

<sup>75</sup> Esta subsecção contou com a colaboração de Joaquim Rocha, da Escola de Direito da Universidade do Minho, a quem agradecemos.

### 6.2.1.1. Fiscalidade indireta

Entre as medidas fiscais indiretas encontram-se, por exemplo, as alterações dos impostos sobre os consumos que o legislador entenda serem “de luxo”, seja ao nível do IVA e respetivas taxas, seja ao nível dos impostos sobre veículos, sobre as transmissões de imóveis, ou sobre ouro, joias, obras de arte, etc. O aumento destes impostos poderá desincentivar o consumo daqueles bens – tidos como supérfluos do ponto de vista da sociedade, em contraste com os bens ditos “essenciais”, que deverão ser discriminados positivamente, por exemplo, através de taxas de IVA reduzidas – e levar os indivíduos a optar antes pela poupança. No entanto, não é claro que tal objetivo seja atingido por esta via: alguns indivíduos poderão efetivamente adiar a compra do bem de luxo, desde que a remuneração da poupança seja suficiente para compensar a espera; outros indivíduos poderão simplesmente comprar uma versão mais barata do bem de luxo; e há ainda a hipótese de simplesmente comprar o bem de luxo, reduzindo o consumo dos outros bens normais.

### 6.2.1.2. Fiscalidade direta

As medidas fiscais diretas são aquelas que incidem sobre os rendimentos da poupança. Podem materializar-se na alteração quer das taxas de IRS ou de IRC sobre os rendimentos da poupança, quer dos benefícios fiscais respeitantes aos produtos usados como aplicações de poupança (ações, contas bancárias, obrigações, planos de poupança, seguros, etc.).

Do ponto de vista do legislador, o impacto das medidas fiscais diretas sobre a poupança depende do seu efeito sobre a remuneração das formas de poupança incluídas no âmbito dessas medidas, esperando o legislador que a poupança dos indivíduos varie positivamente com o rendimento produzido por essa poupança. Porém, tal como no caso das medidas fiscais indiretas, não é claro que as medidas fiscais diretas sejam formas eficazes de incentivar a poupança. Para serem eficazes, estas medidas terão de causar uma variação de tal modo significativa da remuneração da poupança que os indivíduos se disponham a adiar o consumo de certos bens, na expectativa de poderem consumir ainda mais no futuro. Em termos económicos, a medida fiscal tem de conduzir a um “efeito substituição” entre o consumo no presente e o consumo no futuro. Famílias com rendimentos mais baixos serão pouco sensíveis a este tipo de medidas. Se a medida fiscal aumentar a remuneração de uma forma de poupança relativamente a outras (por exemplo, se os dividendos ou as mais-valias acionistas passarem a ter um regime fiscal

mais favorável), o principal efeito da medida deverá ser o da recomposição das carteiras dos indivíduos, que passarão a preferir essa forma de poupança e reduzirão as aplicações noutras formas de poupança. A consequência da medida poderia ser a diminuição da poupança nacional, acompanhada pelo aumento do rendimento de quem detém poupanças sob a forma favorecida pelo legislador. Se a medida fiscal aumentar a remuneração da poupança, seja sob certa forma ou em geral, os indivíduos que detêm poupanças verão o seu rendimento aumentar. Em vez de substituírem o consumo no presente pelo consumo no futuro, poderão apenas consumir mais no presente (ou no presente e no futuro), dado que com menos poupança poderão obter o mesmo rendimento no futuro. Neste caso, na determinação do comportamento dos indivíduos predominará o chamado “efeito rendimento” e, mais uma vez, a medida fiscal terá o efeito contrário ao pretendido.

### 6.2.1.3. Qual o sistema que mais penaliza a poupança?

É comum dizer-se que um sistema fiscal no qual se verifique uma preponderância dos impostos diretos será um sistema que penaliza as opções de poupança.<sup>76</sup> Um argumento usual é que, em tal sistema, o rendimento será mais fortemente tributado, pelo que a acumulação de poupança deverá ser menos compensadora e, por consequência, a poupança deverá ser menor. De acordo com a discussão que acabámos de fazer, não é claro que a poupança seja significativamente afetada pela sua remuneração. Porém, se efetivamente a poupança for significativamente influenciada pela sua remuneração, então esse mesmo sistema fiscal baseado em impostos diretos poderia prever benefícios fiscais que protejam a poupança. Portanto, o argumento de que um sistema fiscal baseado em impostos diretos prejudica a poupança via a sua remuneração não é convincente. Contudo, há outro argumento que pode ser usado: o efeito relevante não deverá ser o que resulta da redução da remuneração da poupança, cujo impacto sobre as decisões de poupança é duvidoso (e, a existir, compensável por benefícios fiscais), mas sim o que resulta da redução do rendimento disponível do indivíduo, que fará com que o indivíduo reduza tanto o consumo – quer no presente, quer no futuro –, como a poupança. Uma possível resposta a este argumento poderia seguir a seguinte linha: a tributação acentuada do consumo tem como consequência a redução do poder de compra do rendimento dos indivíduos; esta redução do poder de compra poderá fazer com que o

---

<sup>76</sup> Summers (1987) nota que quaisquer que sejam as regras de tributação e de despesa, estas afetarão sempre as taxas de poupança, pelo que não existe uma situação que represente de forma clara uma intervenção neutral do Estado no domínio da poupança.

indivíduo altere as suas decisões de poupança, pelo que não é certo que o sistema fiscal baseado em impostos indiretos seja menos penalizador da poupança. Este contra-argumento também não é convincente: como a tributação do consumo tanto será acentuada no presente como no futuro, não é evidente que os indivíduos queiram reduzir a sua poupança em resultado da passagem da tributação direta à tributação indireta. Uma análise mais detalhada desta questão exigiria a construção de um modelo sofisticado, capaz de abarcar, além dos vários efeitos discutidos acima, outros efeitos resultantes das interações entre vários indivíduos, o Estado e mesmo o resto do mundo. Em face dos argumentos apresentados, a hipótese de a tributação direta reduzir a poupança é a mais verosímil. No entanto, a decisão quanto ao tipo de tributação a adotar pela sociedade não terá apenas como fundamento o seu efeito sobre a poupança; o debate político terá em conta outros efeitos e outros objetivos das políticas públicas.

A tributação direta também levanta questões particulares relacionadas com a tributação do aforro. Em primeiro lugar, poderá pensar-se que, como os rendimentos que deram origem à poupança já foram tributados, não se justifica que a poupança e os rendimentos dela resultante o sejam – poderá haver aqui uma dupla tributação. Contudo, se o que é tributado é apenas o acréscimo do património resultante da aplicação da poupança (por exemplo, o juro), e não a poupança em si mesma, então o problema da dupla tributação não se coloca, pois tal acréscimo, enquanto rendimento obtido a partir de certo capital, não foi ainda sujeito a tributação. Quando os rendimentos de poupança dizem respeito a lucros de pessoas coletivas (empresas), coloca-se o problema da sua dupla tributação num outro sentido. Isto porque, quando tais empresas distribuem os lucros aos seus sócios, sujeitam-nos a tributação em sede de IRS (rendimentos de capitais), depois de os mesmos já terem estado sujeitos a tributação em sede de IRC. Esta dupla tributação reduz a rendibilidade da aplicação da poupança em ações, podendo levar a um menor interesse nesta forma de financiamento das empresas e a uma diminuição do valor das empresas, o que poderá ter outras consequências, nomeadamente sobre os fluxos de investimento direto estrangeiro. Porém, medidas que pretendam eliminar a dupla tributação, tais como a não sujeição dos lucros (cfr.artº51º do CIRC) e o crédito de imposto (possibilitar que o beneficiário de lucros distribuídos possa deduzir à coleta do imposto que devem pagar uma parte do imposto já pago na fonte), são normalmente vistas com desagrado por parte de sectores significativos da sociedade, amplificando o seu custo político. Além disso, a dupla tributação pode ser vista como uma forma de incentivar as empresas a reterem uma maior proporção dos seus lucros, ou seja, aumentarem a sua poupança e o recurso ao autofinanciamento. Naturalmente, neste caso, os rendimentos resultantes de lucros reinvestidos deveriam ter tratamento fiscal

especial, sob pena de o efeito de incentivo ao investimento autofinanciado poder desaparecer.

A este respeito, vale a pena referir que a intervenção do Estado pode ser decisiva na escolha da estrutura de capital das empresas. De um modo geral, os juros decorrentes de endividamento são dedutíveis para efeitos fiscais, enquanto custos do exercício, contribuindo desse modo para a redução do lucro tributável e do imposto a pagar. Este tratamento dos juros torna atraente o financiamento através de capital alheio. No caso português, o CIRC limita esta possibilidade (art.º67.º, n.º3) de “subcapitalizar” a empresa com vista a obter economias de imposto no caso de dívidas perante entidades não residentes em território português ou em outro Estado-membro da União europeia. A subcapitalização ocorre quando o endividamento de uma empresa para com determinada entidade seja excessivo, resultando dessa situação que os juros suportados relativamente à parte considerada em excesso não sejam dedutíveis para efeitos fiscais. Para esta finalidade, considera-se que existe excesso de endividamento quando o valor das dívidas em relação à entidade credora, com referência a qualquer data do período de tributação, seja superior ao dobro do valor da correspondente participação no capital próprio da empresa.

Uma segunda questão é a da perda de valor em termos reais do valor aforrado. Uma aplicação de dez mil euros quando a taxa de inflação é 0% representa um poder de aquisição de bens maior do que o representado pela mesma aplicação quando a taxa de inflação é 10%. Deverá a tributação dos rendimentos da poupança ter em conta este efeito? Novamente, parece difícil, ou mesmo impossível, que seja encontrado um consenso político em torno de tal proposta. Uma questão que certamente se levantaria neste contexto seria: se se aceita este princípio da preservação do valor real da poupança, por que não se estende esse princípio ao valor real dos salários? Além das dificuldades políticas, esta proposta remete de novo para a questão discutida acima: quão sensível é a poupança a variações da sua remuneração? A nossa discussão, tal como muitos estudos sobre o tema – veja-se, por exemplo, Engen *et al.* (1996) –, indicia que será pouco sensível. Provavelmente, se o Estado estiver preocupado com o valor real da poupança, o melhor que tem a fazer é proporcionar aos indivíduos um ambiente macroeconómico estável, em que a taxa de inflação seja baixa e previsível, o que também deverá beneficiar a população em geral, e não apenas os aforradores, ultrapassando a queixa de que os benefícios fiscais acabam por ser instrumentos fomentadores de desigualdades, ao transferirem mais riqueza para quem já a possui.

A Constituição da República Portuguesa (CRP) determina que o imposto que incide sobre os rendimentos das pessoas singulares (IRS) há-de ser único e progressivo. Contudo, as derrogações são inúmeras, como se pode constatar pelas variadas taxas liberatórias, de retenção na fonte e especiais, que estão legalmente previstas (Art.ºs 71.º e 72.º do CIRS). A este respeito, importa recordar que a existência de um imposto único sobre o rendimento data apenas de 1 de Janeiro de 1989 (entrada em vigor do CIRS). Antes disso, o que existia era um sistema de tributação separada, em que os diversos rendimentos eram tributados por via de impostos distintos, aos quais acrescia um imposto complementar. No que diz respeito aos rendimentos associados à poupança, existia o “imposto de capitais” (que entrou em vigor em 1 de Janeiro de 1963), o qual incidia sobre os rendimentos da aplicação de capitais, como juros de mútuos ou lucros atribuídos ou distribuídos aos sócios. Atualmente, os principais rendimentos resultantes da poupança podem ser classificados em três categorias – rendimentos de capitais (juros, lucros e rendimentos associados a operações de seguro e similares; categoria E), rendimentos prediais (rendas de prédios rústicos, urbanos e mistos, categoria F) incrementos patrimoniais (que inclui as mais valias; categoria G) e pensões (categoria H) – e podem estar sujeitos a vários regimes, dos quais se destacam a sujeição a taxas liberatórias de retenção na fonte e a sujeição a englobamento nos termos gerais.

Estes rendimentos beneficiam, ou beneficiaram até recentemente, de tratamento especial. O regime mais comum aplicado aos rendimentos de capitais é a sujeição a retenção na fonte a título definitivo, à taxa liberatória de 21,5%. Não sendo englobados pelo sujeito passivo, estes rendimentos não estão sujeitos às regras gerais do IRS, de natureza progressiva, ficando antes sujeitos a uma taxa fixa. Neste caso, verifica-se um desalinhamento face à interpretação usual do que devem ser as características do IRS. Se o sujeito passivo optar pelo englobamento – ou seja, por somar os rendimentos líquidos das diferentes categorias para apurar o rendimento líquido global e a matéria coletável –, serão aplicadas as taxas de imposto de natureza progressiva previstas no CIRS. Estas taxas marginais de imposto, no ano fiscal de 2011, podem oscilar entre os 11,5% e os 46,5%, dependendo do montante em causa. É importante referir que a taxa liberatória acima mencionada (21,5%) constitui um agravamento em relação à tributação que se verificava até 2010, altura em que se quedava pelos 20%. Antes disso, porém, e até 2005, chegaram a existir taxas de retenção na fonte de 25%, o que parece querer significar que, após um primeiro momento de desagravamento (de 25% para 20%), assistiu-se a uma inversão nessa tendência (de 20% para 21,5%). No âmbito do antigo imposto de capitais, a taxa geral era bastante mais baixa (15%) e no caso dos lucros distribuídos era muitíssimo mais baixa (5%).



No caso dos rendimentos de capitais e dos incrementos patrimoniais, o tratamento especial de que beneficiaram teve como objetivos desenvolver o mercado de capitais e incentivar a poupança. O primeiro objetivo terá sido o mais bem-sucedido dos dois, pois, como dissemos na secção anterior, é duvidoso que a poupança seja muito sensível à sua remuneração. Se se admitir que o primeiro objetivo já foi cumprido e que o segundo dificilmente o será por esta via, uma uniformização do regime fiscal dos vários rendimentos, caminhando-se no sentido de um imposto verdadeiramente único, parece razoável (e na linha do que efetivamente vem sucedendo, embora provavelmente mais por força da necessidade de arrecadar receitas do que pelo princípio em si), exceto se outros objetivos ou dificuldades se sobrepuserem (recorde-se o que foi dito a respeito do imposto extraordinário de 2011, sobre a impossibilidade de aplicar esse imposto a estes rendimentos). Vale a pena notar que o favorecimento deste tipo de rendimentos não é um exclusivo do sistema fiscal português: vejam-se, a título de exemplo, os casos espanhol (que isenta os dividendos até 1500 euros anuais) e brasileiro (que isenta certos juros e rendimentos de fundos de pensões).

#### **6.2.1.4. Diferentes perspetivas relativamente a impostos progressivos**

Como ficou implícito na discussão feita até aqui, a interpretação de “imposto progressivo” é controversa. A interpretação comum entende por imposto progressivo aquele que prevê taxas marginais de natureza progressiva, isto é, que aumentam à medida que aumenta a matéria coletável. Uma interpretação alternativa, muito menos exigente, entende por imposto progressivo aquele que faz aumentar a taxa média imposta medida que aumenta a matéria coletável. Alguns economistas, e.g. Robert Hall e Alvin Rabusker (1995) propõem uma taxa única sobre o rendimento. Argumentam que com os atuais sistemas se taxa duplamente a poupança. Alertam para os efeitos negativos de altas taxas marginais de imposto e do labirinto que são as deduções fiscais.<sup>77</sup> A maioria dos que se opõem a estas propostas radicais alerta para os efeitos redistributivos de tal sistema, temendo que a substituição de um sistema de taxas crescentes por uma taxa plana faça com que as classes médias e baixas suportem grande parte dos encargos fiscais.

---

<sup>77</sup> Portugal ilustra bem o quão labirínticos são os atuais sistemas fiscais. Pagamos IRC, IRS, IVA, IA, IMI, Imposto de Selo, Imposto sobre o Combustível, sobre Circulação de Veículos, sobre o tabaco, sobre as transmissões onerosas de imóveis, Ecológico, Segurança Social, Taxa Social Única, taxas de rádio, taxas de conservação de esgotos, etc. O labirinto fiscal obriga a que as empresas e pessoas dediquem muitos recursos e energias para encontrar formas de pagar menos impostos.



Respondendo a esta crítica, Isabel Horta Correia (2010) propôs uma taxa única não sobre o rendimento mas sim sobre o consumo. Em teoria, esta taxa única tem algumas vantagens importantes. Ao taxar o consumo em vez do rendimento (que inclui rendimentos provenientes da poupança) está-se a incentivar, via efeito de substituição, a poupança. Por outro lado, dada a sua não progressividade em termos marginais, não penaliza os indivíduos com rendimentos mais elevados, no que diz respeito à poupança. Finalmente, como o trabalho não é taxado diretamente, não há um desincentivo direto ao trabalho. De acordo com Isabel Correia, para evitar efeitos redistributivos perversos, esta taxa única deveria ser complementada com transferências do Estado para as famílias (*lump-sum transfers*). Desta forma, a progressividade fiscal estaria garantida.<sup>78</sup> No seu artigo, Isabel Correia simulou um modelo macroeconómico, calibrado para a economia norte-americana — país com índices de desigualdade comparáveis aos nossos — e concluiu que os mais pobres seriam os principais beneficiados, verificando-se uma diminuição das desigualdades sociais. Ou seja, de acordo com os seus resultados, um imposto único tem vantagens não só ao nível da eficiência, mas também ao nível da equidade.

### 6.2.2. Benefícios fiscais

A concessão de benefícios fiscais com o objetivo de incentivar comportamentos individuais de poupança revela a preocupação do Estado com o nível da poupança privada, tomando por adquirido que é mais importante esse incentivo do que a receita que se perde com a concessão do benefício (o seu custo fiscal). Os relatórios do Orçamento do Estado contêm informação sobre estas despesas fiscais para o período 1996-2010, que reunimos na Tabela 6-1. A tendência de redução da despesa fiscal é notória a partir de meados da década passada.

Os benefícios fiscais podem ser distinguidos pela forma como são consagrados. Em primeiro lugar, há benefícios que se revestem de uma natureza mais permanente e estrutural, que devem ser consagrados nos códigos respeitantes aos impostos respetivos (CIRS, CIRC, etc.). Em segundo lugar, há benefícios que se caracterizam por uma natureza menos estrutural, mas que possuem, ainda assim, relativa estabilidade, devendo ser inseridos no Estatuto dos Benefícios Fiscais (EBF). Finalmente, há

---

<sup>78</sup> A título puramente exemplificativo, suponha que o único imposto é o IVA com uma taxa de 35% e que todas as famílias recebem uma transferência de 250 euros mensais. Para simplificar, admita que cada família gasta cerca de 90% do seu rendimento. Uma família com um ordenado de 650 euros mensais pagaria uma taxa líquida de imposto de menos 6% (taxa negativa: recebe mais do que paga), uma família com um rendimento de 1300 euros pagaria uma taxa líquida de 8,5%, e, finalmente, uma família com um rendimento mensal de 2600 euros pagaria 16%.

benefícios que são conjunturais, ou que requerem alterações frequentes, devendo ser incluídos em legislação avulsa e, em particular, nas leis do orçamento do Estado.

**Tabela 6-1: Despesa Fiscal (milhões de euros)**

	<b>Planos Poupança Reforma (PPR)</b>	<b>Contas Poupança Habitação (CPH)</b>	<b>Contas Poupança Condomínio</b>	<b>Plano Poupança Ações</b>
<b>1996</b>	38,1	49,7	1,2	1
<b>1997</b>	67,5	72,8	3,3	2,4
<b>1998</b>	81,5	94,1	1,1	6
<b>1999</b>	95,4	110,2	1,3	7,1
<b>2000</b>	76,5	97,7	2,7	2,9
<b>2001</b>	119,4	139,3	4,2	5,2
<b>2002</b>	147,9	143,9	n.a	4,4
<b>2003</b>	156,8	147,4	n.a	2,7
<b>2004</b>	174,5	151,5	n.a	2,2
<b>2005</b>	194,1	n.a	n.a	2,3
<b>2006</b>	13,4	n.a	n.a	0,4(e)
<b>2007</b>	112,6	n.a	n.a	0,0(p)
<b>2008</b>	108	n.a	n.a	n.a
<b>2009</b>	110(p)	n.a	n.a	n.a
<b>2010</b>	n.d	n.a	n.a	n.a

Notas: n.d - não disponível; n.a – não aplicável; (e) – estimativa; (p) - previsão.

Fonte: Relatório do Orçamento do Estado (vários anos).

No que respeita à poupança, o principal repositório de benefícios fiscais é o EBF. O atual EBF entrou em vigor em 1989, tendo como principais objetivos atingir a segurança jurídica e acabar com a dispersão dos benefícios, que até então estavam espalhados por numerosos diplomas e não apresentavam consistência entre si. Após um período caracterizado por frequentes intervenções e remendos – em que aparentemente não existiu uma política bem definida, mas antes medidas particulares – procedeu-se à sua republicação em 2001 (v. Decreto-Lei n.º 198/2001). Já entre 2002 e 2004 foi aprovado um conjunto de medidas que visavam controlar as situações de incumprimento por parte dos contribuintes das obrigações de apresentar documentos, prestar informações, etc., permitindo-se que os benefícios pudessem ser revogados, algo que até ao momento não sucedia (por exemplo, DL 229/2002 e Lei 55-B/2004). Em 2008 procedeu-se a nova republicação do EBF com o “propósito de lhes devolver a mais adequada concatenação lógica, elemento imprescindível para qualquer aplicação consistente da lei” (v. DL 108/2008). Além disso, em todos os anos, por ocasião da aprovação da respetiva lei do

orçamento do Estado, os benefícios fiscais são alterados pontualmente. Face a este comportamento do legislador, parece justo dizer que não tem havido uma linha clara de incentivo à poupança. Este comportamento introduz instabilidade e imprevisibilidade no sistema fiscal, exatamente o oposto do que seria valorizado pelos aforradores com horizontes de médio e longo prazos, que seriam quase certamente os alvos prioritários dos benefícios fiscais.

### 6.3. Propostas para promover a poupança

Numa economia de mercado, em que boa parte dos meios de produção é propriedade privada e em que os indivíduos têm uma liberdade considerável na escolha do que querem comprar ou produzir, as políticas governamentais de estímulo à poupança, tal como as restantes políticas públicas, devem ser justificadas pela existência de falhas de mercado, ou pela necessidade de corrigir outras distorções, que tornem indesejável o resultado do funcionamento do mercado do ponto de vista da sociedade.<sup>79</sup>

Neste sentido, pode fazer pouco sentido apresentar propostas que visem promover a poupança das empresas. Repare-se que, na atual conjuntura, com as dificuldades de acesso ao crédito que as empresas enfrentam, a principal forma que as empresas têm de se financiar é, precisamente, reinvestindo os seus lucros. Deste modo, será de esperar que os próprios acionistas reduzam as suas exigências no que respeita a dividendos, permitindo às empresas reter uma maior parte dos lucros. Caso tal não venha a acontecer, então será legítimo alterar o regime fiscal relativamente aos juros que as empresas pagam, não permitindo que sejam apresentados como custo fiscal. Esta simples alteração penalizaria as empresas que se financiam endividando-se, por contraposição às empresas que se financiam recorrendo a capitais próprios.

No caso da poupança, a existência de políticas públicas que afetem o nível de poupança, ou que condicionem as decisões de poupança dos indivíduos, poderá ser justificada pelo facto de a taxa de poupança do país ser inferior à taxa de poupança considerada ótima para a sociedade. Apesar de, como vimos acima, a determinação do valor ótimo da poupança ser discutível dos pontos de vista teórico e empírico, a análise que desenvolvemos ao longo deste trabalho torna clara a urgência de aumentar a poupança em Portugal. Mais difícil é dizer como é que tal objetivo deverá ser atingido.

---

<sup>79</sup> Justificações alternativas poderiam basear-se em considerações eleitorais, pressões de *lobbies*, ou na necessidade de ser visto a fazer alguma coisa, mas estas motivações não seriam assumidas pelos decisores políticos.

A solução mais fácil de propor, e a mais utilizada pelos governos do mundo inteiro, consiste em legislar no sentido de atribuir benefícios fiscais a certas classes de rendimentos ou produtos normalmente associados à poupança. A discussão, ao longo deste capítulo, relativa ao comportamento da poupança deixa-nos convencidos da ineficácia de tais benefícios fiscais, sobretudo se tivermos em conta o custo fiscal desses benefícios, que aliás, nas atuais circunstâncias das finanças públicas portuguesas, seria ainda mais difícil de justificar. De facto, a maioria dos estudos conclui que a atribuição de benefícios fiscais a determinados produtos, mais do que promover um aumento global da poupança, resulta em alterações de composição.

Um princípio fundamental a seguir por um Estado que queira promover a poupança é o da estabilidade e previsibilidade não gorando expectativas legítimas dos aforradores. Assim, e antes de passarmos a apresentar algumas propostas que poderão incentivar a poupança das famílias, apresentamos um exemplo do que o Estado não deve fazer se não pretende diminuir a poupança. Esse exemplo foi dado recentemente pelo Estado português no tratamento dos certificados de aforro.

### **6.3.1. Certificados Aforro: exemplo de uma política errática**

Um dos principais instrumentos de captação de poupança das famílias por parte do Estado eram os Certificados de Aforro (CA). A forma como o Estado, com as suas políticas erráticas, conseguiu desprestigiar este produto devia ser um *case-study*.

Os Certificados de Aforro são distribuídos a retalho, ou seja são colocados diretamente juntos dos aforradores e têm montantes mínimos de subscrição quase simbólicos. Os CA desempenhavam uma função social importante. O investidor pouco sofisticado, sem capacidade nem conhecimentos para diversificar as aplicações da sua poupança, encontrava nestes títulos de dívida uma alternativa com taxas de remuneração razoáveis e sem risco.

Os CA (Série A) foram criados em 1960. A sua subscrição durou até 1986, altura em que foram introduzidos novos CA (Série B). Em 2008, iniciou-se a subscrição de Certificados de Aforro (Série C) com características diferentes, nomeadamente quanto ao prazo de subscrição, que passa a estar limitado a 10 anos.

Em 2008, quando foi lançada a Série C, também se procedeu a uma alteração da remuneração dos CA das séries A e B. A taxa de juro base deixou de ser  $0,80 \cdot TBA$  para

passar a ser  $0,60 \cdot TBA$ .<sup>80</sup> Já em 2006, a taxa de juro base havia sido reduzida de  $0,94 \cdot TBA$  para  $0,80 \cdot TBA$ .

Na sequência deste comportamento errático, e pela primeira vez da sua história, o *stock* de CA baixou em 2008 (852 milhões de euros), em 2009 (326 milhões de euros) e em 2010 (1400 milhões de euros). Os CA, que em 2007 representavam 16% do *stock* de dívida pública, em 2010 já só representavam 10%, menos de metade do observado na década anterior. Com os Certificados do Tesouro, o Estado tentou criar novamente um instrumento de captação da poupança interna atrativo, mas para já ainda não parece ter recuperado a confiança dos aforradores.

Faria sentido o Estado apostar verdadeiramente num dos instrumentos de poupança preferidos dos portugueses, tentando recuperar a confiança entretanto perdida. É assim de ponderar suspender a emissão de Certificados do Tesouro, melhorar a remuneração dos Certificados de Aforro, por exemplo, melhorando o prémio de permanência, e eliminar o montante máximo de subscrição por aforrador.

### 6.3.2. Educação e literacia financeira

A crise financeira internacional iniciada em 2007 colocou a complexidade e opacidade dos ativos financeiros, mesmo para profissionais e estudiosos dos mercados financeiros, na primeira linha das preocupações. Uma das consequências destas preocupações suscitadas pela crise financeira internacional foi levantar a questão da necessidade de existir por parte dos bancos centrais, ou outras entidades de supervisão e regulação, mais atenção à “supervisão comportamental” (“market conduct supervision”). A supervisão comportamental tem como objetivo suprir a falha de mercado que decorre da existência de informação imperfeita para os clientes que fazem aplicações financeiras. O processo de inovação financeira que se registou nas últimas décadas, com a criação de uma grande diversidade de produtos financeiros sofisticados, tornou mais difíceis as escolhas dos consumidores.

Neste âmbito, o Banco de Portugal divulgou em 2010 os primeiros resultados do seu Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa, cujo objetivo era “analisar os comportamentos e atitudes da população portuguesa relativamente a questões financeiras e apurar o seu nível de conhecimentos nestas áreas” (Banco de Portugal,

---

<sup>80</sup> Taxa de Base Anual, indexante dos mercados monetários em Portugal, utilizado nomeadamente nos contratos de empréstimo ou noutras formas de representação da dívida pública direta do Estado.

2010: 1). Alguns resultados merecem destaque, nomeadamente os relacionados com a avaliação das características dos produtos financeiros:

“A informação pré-contratual padronizada, que é facultada ao consumidor previamente à aquisição dos produtos bancários, permite fazer a comparação de custos e benefícios. Contudo, os resultados do inquérito revelam a fraca propensão dos inquiridos para analisar e comparar produtos; e, nos casos em que o fazem, o processo de seleção é pouco ponderado. Com efeito, a maioria dos inquiridos analisam a informação pré-contratual (83%), mas apenas 8% afirmam comparar os produtos. [...] No que respeita aos critérios de seleção, os conselhos obtidos ao balcão do banco (54%) ou de familiares ou amigos (25%) merecem maior destaque. [...] 69% dos inquiridos não sabem ou sabem “apenas aproximadamente” o valor da taxa de juro aplicada às suas poupanças. E esta proporção atinge os 65% no caso das taxas de juro aplicáveis a empréstimos.” (Banco de Portugal, 2010: 5-6)

É importante dizer que resolver este problema geral de iliteracia não deverá passar por programas específicos virados para a componente financeira dessa iliteracia: se parte substancial da população tem dificuldades em manejar a língua e desenvolver raciocínios matemáticos básicos, é difícil imaginar que um programa de educação financeira, necessariamente com o objetivo de atingir níveis ainda mais elevados de raciocínio, tenha sucesso. Os resultados dos inquéritos à literacia são sobretudo uma crítica ao sistema de ensino português. Apesar disto, face ao panorama apresentado, parece claro que será importante investir na prestação de informação à população em geral sobre as perspetivas para o futuro e a necessidade de poupar que essas perspetivas sugerem. As conclusões de um estudo empírico para a economia alemã (Bucher-Koenen e Lusardi, 2011) sugerem a existência de uma relação positiva entre literacia financeira e planeamento das poupanças para a reforma.

No mesmo sentido vão as conclusões do Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa:

“Deve ser considerado prioritário sensibilizar a população para a importância da poupança, como forma de acumulação da riqueza necessária à satisfação de objetivos de longo prazo, e não apenas para fins imediatos. Foram igualmente detetadas necessidades de formação quanto às possíveis aplicações da poupança.” (Banco de Portugal, 2010: 7)

O próprio Banco de Portugal, no Relatório de Supervisão Comportamental de 2007, já notava uma alteração do comportamento de algumas famílias portuguesas relativamente à poupança para a reforma:

“Devido às reformas introduzidas no financiamento dos sistemas de proteção social, um crescente número de famílias passou a participar ativamente na gestão dos seus planos de reforma e a assumir os inerentes riscos financeiros até há pouco exclusivamente do sector público.” (Banco de Portugal, 2007: 19)

No entanto, este fenómeno terá de ser mais geral para corresponder às necessidades. Para tal, seria importante fazer, por exemplo, uma campanha de divulgação do efeito da alteração recente do sistema de segurança social em Portugal sobre as pensões que a atual população ativa pode esperar receber quando se reformar. As reformas dos sistemas de pensões que têm sido implementadas nas últimas décadas na generalidade dos países desenvolvidos, têm transferido responsabilidades e riscos para os indivíduos, os quais passam a ter de tomar decisões quanto às suas poupanças para a reforma. Dada a importância que o sistema de Segurança Social tem para as decisões de poupança das famílias, discutimos as alterações recentes e as suas implicações para as reformas futuras na secção seguinte.

### 6.3.3. Financiamento das pensões de reforma

Quando não consegue avaliar devidamente as consequências de um consumo excessivo no presente, o indivíduo está a pôr em causa a sua capacidade de consumo no futuro, facto de que se arrependerá demasiado tarde. Suspeitando dessa possibilidade (ou de alguns indivíduos esperarem que, não tendo poupado eles próprios, ou tendo aplicado as poupanças em produtos com risco muito elevado e com maus resultados, o Estado se sinta na obrigação de lhes atribuir um subsídio para evitar que caiam na pobreza – problema do "*free-riding*" e risco moral), os Estados adotam uma atitude "paternalista" perante os seus cidadãos e obrigam-nos a "poupar" via contribuições para o sistema de Segurança Social.

Um dos principais exemplos dessa “poupança” forçada é o sistema de pensões de reforma, existente em todos os países desenvolvidos. No entanto, na maioria dos casos, como o português, o sistema é de repartição, pelo que não existe verdadeira poupança,



apenas uma transferência entre indivíduos mediada pelo Estado.<sup>81</sup> De facto, a existência de um sistema de Segurança Social como o nosso é um incentivo para a redução da poupança, pois elimina a necessidade de o indivíduo aforrar para precaver o futuro.<sup>82</sup> Vale a pena referir que o sistema de Segurança Social português inclui uma pequena componente que foge a esta classificação. O Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social, criado em 1989, era então Miguel Cadilhe o Ministro das Finanças, é um fundo criado para garantir eventuais falhas de financiamento da segurança social. Este fundo corresponde a uma poupança efetiva dado que as suas receitas são investidas (ou seja poupadas) e capitalizadas no mercado. É um fundo que garante a estabilidade de curto prazo da segurança social.

Um dos problemas com este sistema de repartição é que ele exige que haja um número significativo de contribuintes (população ativa) face ao número de beneficiários, uma vez que o que o sistema de repartição faz é repartir a produção obtida pela população ativa empregada entre essa população ativa e os beneficiários. Vejamos dois exemplos numéricos. Se o rendimento dos beneficiários for igual ao rendimento dos indivíduos ativos (por hipótese, iguais entre si) e houver cinco beneficiários e cinco indivíduos ativos, a contribuição social de cada indivíduo ativo terá de ser 50% do seu rendimento. Se houver dois beneficiários e oito indivíduos ativos, a contribuição social de cada indivíduo ativo descerá para 20% do seu rendimento. A tendência para o aumento do peso da população de beneficiários, em resultado do aumento da esperança média de vida, ou da redução da idade média de reforma, ou do alargamento das condições em que se pode ser beneficiário, colocam o sistema sob pressão, levando a medidas que contrariem o efeito dessa tendência, nomeadamente o aumento da idade da reforma ou a redução do subsídio atribuído aos beneficiários. Por exemplo, no caso com cinco indivíduos ativos e cinco beneficiários, se os benefícios forem apenas metade do rendimento dos indivíduos ativos, a taxa da contribuição social baixará para 33,3%.

Concretizando para Portugal, na Figura 6-2 podemos ver a evolução desde 1986 até 2009 do peso das pensões da Segurança Social (mais Caixa Geral de Aposentações) no

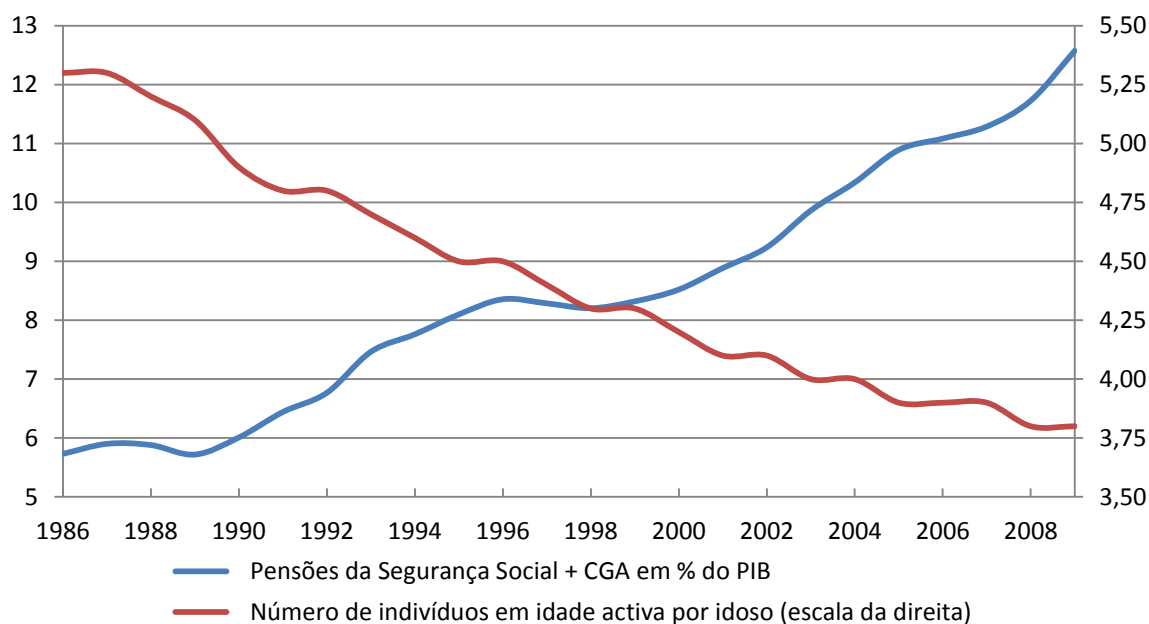
---

<sup>81</sup> Repare-se que nem a nível individual se pode dizer que há poupança. As taxas cobradas para financiar a Segurança Social são, simplesmente, um imposto dos muitos que pagamos. Tal como o IRS (em parte) é usado para redistribuir rendimento dos mais ricos para os mais pobres, as contribuições para a Segurança Social são um simples esquema de redistribuição dos trabalhadores para os reformados.

<sup>82</sup> Recorrendo a um modelo matemático simplificado, o modelo de gerações sobrepostas — inicialmente proposto por Maurice Allais e Paul Samuelson, ambos vencedores do Prémio Nobel em Ciências Económicas — é fácil de demonstrar este efeito. Nesse sentido, sugerimos a consulta do Apêndice 9.7.

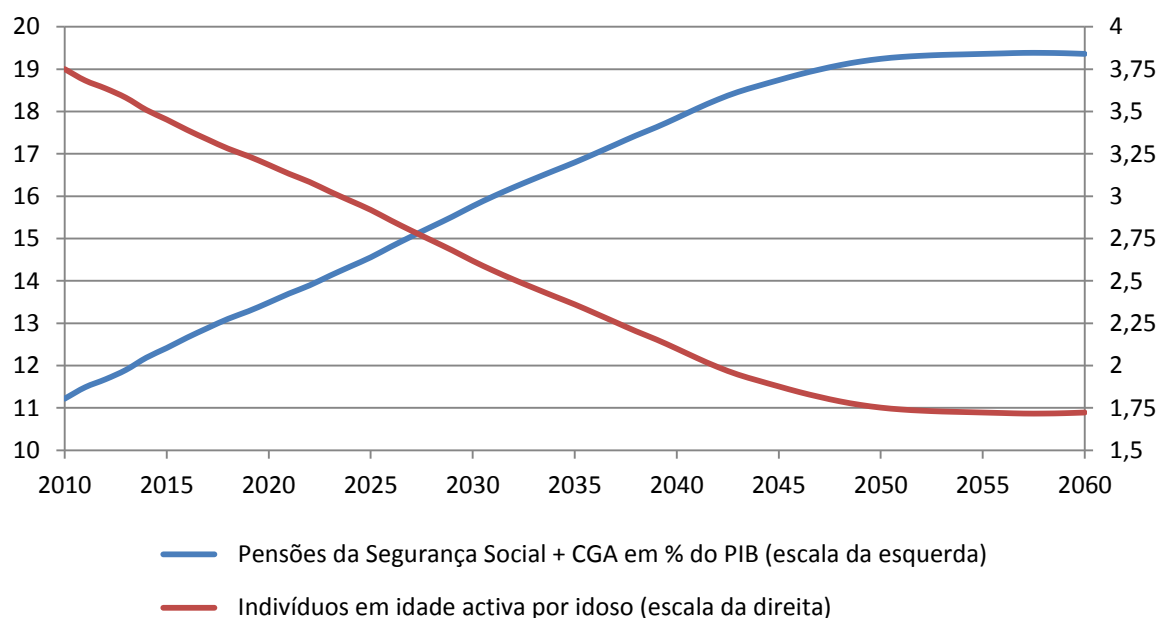


PIB. O aumento tem sido constante, quase linear. Simultaneamente, podemos ver que o número de indivíduos em idade ativa por idoso desceu de pouco mais de cinco para menos de quatro.



**Figura 6-2: Pensões de reforma e população ativa**

Fonte: PORDATA.



**Figura 6-3: Projeções para o peso das reformas no PIB**

Fonte: INE e cálculos dos autores.

A correlação entre os dois indicadores é de -0,95, uma relação negativa muito forte. Estimando estatisticamente uma relação entre os dois indicadores é possível fazer projeções para as despesas com pensões da Segurança Social (mais CGA) a partir das projeções demográficas feitas pelo INE. Essas projeções são apresentadas na Figura 6-3.

A Figura 6-3 diz-nos que, se se mantivesse o padrão que existiu até recentemente, e presumindo que as projeções do INE são razoavelmente acertadas, seria de esperar um forte aumento dos custos com pensões de reforma ao longo dos próximos 50 anos, que chegariam a valores totais que rondariam os 19% do PIB. Ou seja, aumentariam cerca de 50%.<sup>83</sup>

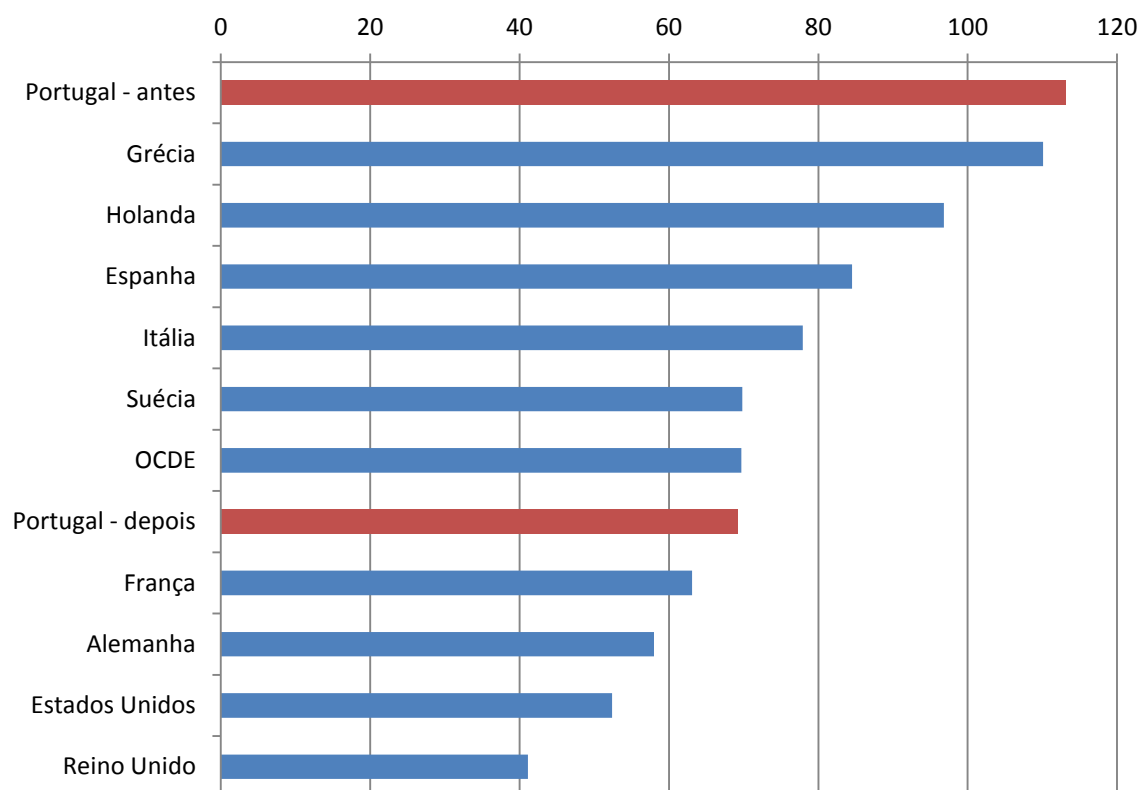
De facto, no fim do século XX Portugal tinha, seguido de perto pela Grécia, o sistema de cálculo das pensões de reforma mais generoso da OCDE. Na verdade, era normal que, no momento da reforma, o pensionista ficasse com um rendimento líquido superior ao seu rendimento líquido no ativo. Assim, não é surpreendente a reforma que teve lugar em 2007 e que colocou Portugal na média da OECD, em termos de generosidade para com os seus reformados.

As alterações ao cálculo das pensões de reforma que foram introduzidas no início do século XXI em Portugal, nomeadamente com Lei de Bases da Segurança Social (Lei 4/2007) e do Decreto-Lei 187/2007, representaram um corte drástico no valor das pensões de reforma. De acordo com a publicação da OCDE "*Pensions at a Glance*", o trabalhador médio pode esperar uma queda de cerca de 40% no valor da sua pensão, graças às novas regras.

Com as regras atuais, o valor das pensões de reforma fica próximo da média da OCDE (ver Figura 6-4). Mesmo assim, em alguns aspetos, Portugal continua a ter um sistema bastante generoso. Por exemplo, apesar de a nova lei ter cortado alguns dos incentivos às reformas antecipadas, a verdade é que Portugal é um dos três países da OCDE que permite reformas antes dos 60 anos.

---

<sup>83</sup> Não incluímos nesta análise simples outras variáveis obviamente pertinentes, como o peso da população ativa ou a taxa de desemprego, pela simples razão de que sendo variáveis conjunturais dificilmente são relevantes para explicar uma tendência de longo prazo. Além disso, qualquer projeção destas variáveis a mais de 1 ou 2 anos não passa de um exercício altamente especulativo.



**Figura 6-4: Taxa de substituição líquida para 10 países da OCDE, assalariado médio**

Fonte: OCDE.

Na Tabela 6-2 simulamos o valor das pensões de reforma para alguns perfis de trabalhadores, comparando a lei atual com a lei de 1993. Naturalmente, os valores precisos dependem de muitos fatores, não sendo razoável tê-los todos em consideração (se se é casado ou não, se se tem alguma deficiência, se a reforma é antecipada, quais os rendimentos sujeitos a descontos da segurança social, etc.), dado que o objetivo é meramente ilustrativo.<sup>84</sup> Tendo em conta as variáveis e exemplos apresentados, podemos ver que a aplicação da nova lei poderá implicar reduções no valor da pensão de reforma, quando esta é comparada com a que resultaria da aplicação da lei de 1993,

<sup>84</sup> Na Tabela 6-2 calculamos o valor da pensão de reforma mensal líquida de um trabalhador por conta de outrem, do sector privado, que aufer 14 salários por ano, que vive sozinho e que não tem despesas para abater no IRS. Pressupomos ainda que não teve de enfrentar episódios de desemprego. Vale a pena referir que quando calculamos o valor da reforma com base na lei de 1993, não descontamos o IRS pela simples razão que apenas mais recentemente as pensões passaram a pagar este imposto. Também vale a pena referir que não estamos a incluir no cálculo o imposto extraordinário, que corresponde a cerca de metade de um salário, proposto em 2011, porque tal imposto extraordinário é, supostamente, temporário. Finalmente, supomos que a inflação é zero ao longo de todo o período. Ao contrário do que possa parecer, esta simplificação é praticamente inócua, dado que, aquando do cálculo da pensão, os rendimentos passados são reavaliados tendo em conta a inflação ocorrida entretanto.

entre 11% e 54% para os rendimentos médios mais baixos e mais elevados, respetivamente, obtidos ao longo da vida ativa. Isto é, para rendimentos médios mais elevados a redução na pensão de reforma pode ultrapassar os 50%.

Dado que as famílias não apreciam variações abruptas no seu padrão de consumo ao longo do tempo, a publicitação daquela informação, que não tem sido até ao momento transmitida de forma transparente à sociedade, terá certamente um forte efeito positivo nas decisões de poupança das famílias. Com o novo sistema de pensões, cujas perspetivas para os reformados são de agravamento no futuro, a não acumulação de riqueza ao longo da vida ativa implicará uma perda de bem-estar muito significativa na passagem à reforma.

**Tabela 6-2: Valor da pensão de reforma**

	Início dos descontos	Idade da reforma	Salário no 1º ano	Salário no último ano	Aumento salarial anual médio	Valor da Pensão de Reforma		
						Lei de 1993	Lei atual	Redução (%)
Trabalhador A	20 anos	65 anos	600 €	1,000 €	1,15%	760 €	673 €	11%
Trabalhador B	20 anos	65 anos	600 €	3,000 €	3,64%	2,054 €	1,252 €	39%
Trabalhador C	20 anos	65 anos	600 €	6,000 €	5.25%	3,854 €	1,786 €	54%

Fonte: Cálculos dos autores.

Como já referimos, o regime de Segurança Social em vigor em Portugal (e na generalidade dos países desenvolvidos) é um regime de repartição. Dados os descontos feitos para a Segurança Social, a regra de ouro da poupança seria automaticamente satisfeita se o regime de Segurança Social em Portugal fosse baseado num sistema de capitalização, em vez do atual sistema de repartição. Como vimos, no atual sistema, as pensões e os subsídios são pagos diretamente através das contribuições da atual população ativa e dos empregadores. Isto é, o que estes descontam é transferido para os atuais beneficiários. Num sistema de capitalização, os descontos seriam aplicados num fundo de pensões. Seria o capital do fundo de pensões, bem como os rendimentos obtidos, que serviria para pagar as pensões dos que para ele contribuíram.

Uma vez que a estrutura populacional não é diretamente afetada pela mudança para um sistema de capitalização, pode perguntar-se de que forma é que este sistema ultrapassa o problema do peso dos beneficiários. A diferença está no facto de a poupança que os indivíduos fazem no sistema de capitalização com vista a garantir as suas pensões ser

investida. Por outras palavras, um sistema puro de capitalização transformaria os contribuintes em acionistas. As suas pensões futuras já não dependeriam das contribuições da população ativa futura. Repare-se que, neste sentido, um sistema em que as contribuições sejam aplicadas unicamente em títulos de dívida pública nacional não passaria de um sistema de repartição disfarçado, em que os impostos de uns serviriam para reembolsar e pagar juros a outros.

Um aspeto importante é o facto de os rendimentos dos acionistas serem, por definição, incertos. A possibilidade da inclusão de uma componente de seguro, contra esta incerteza do rendimento, no sistema de capitalização poderia ser útil para o tornar mais apetecível, à imagem do que acontece nos fundos de pensões com a escolha entre planos de benefício definido e planos de contribuição definida. A alternativa de levantar impostos adicionais sobre a população ativa conseguiria uma maior estabilidade do rendimento dos pensionistas à custa duma maior instabilidade do rendimento da população ativa.

É também de salientar que uma dificuldade importante na transformação de um sistema de repartição num sistema de capitalização é o tratamento dos atuais e das primeiras gerações de reformados no novo sistema. Estes indivíduos fizeram contribuições para o sistema de segurança social, mas as suas contribuições não ficaram num fundo de pensões, pois foram usadas para pagar aos então beneficiários. Para esses indivíduos, seria preciso resolver o problema da inexistência de um fundo a partir do qual se paguem as pensões no novo sistema.

Qualquer sistema de transição representará um encargo e terá custos líquidos. Uma solução possível seria financiar esse processo de transição com emissão de nova dívida pública. De certa forma, pode-se argumentar que essa dívida seria meramente uma contabilização de encargos que já foram assumidos pelo estado (as pensões futuras) e que, portanto, em termos económicos essa dívida já existe, mas que, simplesmente, não está contabilizada. Por muito agradável que seja esta argumentação, a verdade é que a ideia de o estado português emitir doses maciças de nova dívida pública no atual contexto económico e financeiro é praticamente impensável. Outra alternativa, seria financiar tal transição com um acréscimo de impostos sobre as atuais gerações ativas. Poder-se-ia questionar a equidade de tal medida, que imporia todos os encargos de transição a uma só geração. Kotlikoff (1998) propôs que tal transição fosse financiada com impostos sobre o consumo, para que toda a sociedade participasse no esforço da transição. Repare-se que tal solução também tem alguns efeitos nefastos,

nomeadamente ao provocar uma subida de preços que se traduz numa redução do rendimento real.

Caso se considere que os custos de transição de um sistema para o outro são intoleráveis, há sempre uma segunda alternativa, que consiste na criação de um sistema misto, como o sueco, com um período de transição de 16 anos. O sistema sueco, depois de reformado nos anos noventa, inclui uma componente de repartição e uma componente privada.<sup>85</sup> Quer isto dizer que uma pequena parte dos descontos que o trabalhador faz para a Segurança Social vão para fundos de pensões privados (devidamente certificados pelo governo). Essa componente é a componente de capitalização. O restante serve para financiar um sistema de repartição, em que as gerações ativas pagam as reformas. Mas, mesmo esta componente é agora calculada com base nos descontos feitos e não com base no historial de rendimentos e número de anos de trabalho. Esta forma de cálculo facilitará futuras reformas que conduzem ainda mais o sistema para um esquema de capitalização.

Realce-se novamente que no sistema de capitalização há efetivamente poupança com vista a precaver a ausência de rendimentos do trabalho após a reforma, enquanto no sistema de repartição há apenas a tal transferência entre a população ativa e a reformada. Assim, é de esperar que ao se mudar para um sistema de capitalização a poupança agregada suba substancialmente. Foi exatamente o que se passou no Chile, que em 1981 substituiu um sistema de segurança social de repartição, que estava praticamente falido, por um sistema de segurança social privado de capitalização. De acordo com Edwards (1998), em duas décadas a taxa de poupança agregada subiu de cerca de 10% para 29%. Este aumento da poupança é perfeitamente compatível com as estimações de Feldstein em 1980 que, numa comparação internacional, concluiu que a existência de esquemas de segurança social como o estudado tinha um impacto fortemente negativo na poupança das famílias.

O aumento da poupança que resultaria desta transformação teria a vantagem de estimular o investimento, elevando com isso a quantidade de capital existente no país. Um aumento do capital por trabalhador iria, certamente, aumentar a produtividade do trabalho permitindo assim que os salários de equilíbrio fossem mais altos.

---

<sup>85</sup> Inclui ainda uma reforma mínima, que funciona como uma rede de segurança para os mais pobres, que é financiada pelos impostos gerais.

### 6.3.4. Subsídio e Plano Poupança Desemprego

Um motivo de poupança há muito identificado pelos economistas tem a ver com a incerteza dos rendimentos futuros e a chamada poupança por precaução. Um dos maiores choques negativos que um indivíduo pode ter de enfrentar é a possibilidade de ficar desempregado. Numa economia em que não haja subsídio de desemprego é de esperar que os indivíduos procurem compor as suas poupanças de forma a poderem manter os seus padrões de consumo caso tenham o azar de ficar desempregados.

Tal efeito poderia ser facilmente demonstrado com um modelo matemático na linha do ilustrado no Apêndice 9.7. Não o apresentamos porque, necessariamente, este modelo teria de ser bastante mais complexo. Teria de incluir bastantes períodos temporais para poder captar o efeito de alguém poder trabalhar nuns períodos, poder perder o emprego e poder voltar a encontrar emprego. Teria de ser estocástico, para se poder modelizar a incerteza inerente a estas problemáticas, etc. Desenvolvimentos com este alcance fogem ao âmbito do presente trabalho. O leitor interessado pode encontrar a descrição de um modelo matemático com estas características e uma discussão bastante acessível sobre este tema no artigo “Unemployment insurance and precautionary saving”, com autoria de Eric Engen e Jonathan Gruber e publicado no *Journal of Monetary Economics* em 2001. Engen e Gruber fazem várias simulações com o seu modelo, calibrando-o com dados norte-americanos, e concluem que o impacto negativo da existência de subsídio de emprego nas poupanças é de facto bastante forte. No entanto, também mostram que os benefícios sociais desta segurança acrescida compensam largamente os seus custos.

O desafio que se coloca é então o de encontrar um esquema de segurança no desemprego que permita manter o nível de proteção social sem que os efeitos perversos se façam sentir.<sup>86</sup> Um esquema de seguro privado voluntário de desemprego é, basicamente, inviável, dados os problemas de seleção adversa que a existência de tal mercado implicaria.<sup>87</sup>

Recentemente, vários economistas têm vindo a propor a criação de uma conta de poupança obrigatória junto da Segurança Social com o objetivo de mimetizar um seguro de desemprego. Tal proposta, conhecida na literatura económica como SISA (*Social Insurance Savings Account*) ou UISA (*Unemployment Insurance Savings Account*), teria em Portugal, provavelmente, o título de Plano Poupança Desemprego (PPD).

---

<sup>86</sup> Outro efeito negativo do subsídio de desemprego resulta do impacto sobre os incentivos aos desempregados para procurarem um novo emprego. Obviamente, quanto mais generoso for o apoio social dado aos desempregados, menos incentivo têm estes para procurar novo emprego.

<sup>87</sup> Ver, por exemplo, Chiu e Karni (1998).

Em que consistiria então este PPD? De acordo com Fölster (2001), teria as seguintes características. Cada trabalhador seria obrigado a poupar parte do seu salário, a qual seria depositada numa conta de poupança individual (parte deste custo pode recair sobre o empregador, naturalmente). Caso o trabalhador caísse no desemprego, o desempregado poderia levantar mensalmente o valor correspondente ao subsídio de desemprego tradicional. Se a conta poupança ficasse a zero, então seria a Segurança Social a financiar, ficando a conta de poupança com saldo negativo. Esse saldo negativo seria corrigido com os futuros descontos que o indivíduo faria, quando voltasse a trabalhar. Quer a conta de poupança quer a dívida (se o saldo for negativo) teriam de ser remuneradas a uma taxa adequada.

No momento da reforma, caso o saldo da conta seja positivo, o recém-reformado poderia dispor livremente do saldo da sua conta. Se o saldo fosse negativo a Segurança Social perdoaria a dívida. Em caso de morte, o saldo, se positivo, reverteria a favor dos herdeiros. Se negativo, seria anulado.

Note-se que os desempregados recebem exatamente os mesmo benefícios que com o esquema de subsídio de desemprego tradicional, pelo que esta proposta não se traduz numa diminuição da proteção social. Tem no entanto dois efeitos benéficos, que convém destacar. Primeiro, dado que se trata de uma poupança forçada, eleva-se o nível de poupança agregada do país. Segundo, dado que quanto mais tempo o indivíduo estiver desempregado menor o saldo da sua conta, os custos do “subsídio” de desemprego são internalizados, pelo que os incentivos para alargar o período de busca de novo emprego para além do necessário desaparecem.<sup>88</sup>

As recentes alterações às regras do subsídio de desemprego, diminuindo o período de elegibilidade bem como o valor do subsídio, foram justificadas com a necessidade de incentivar os desempregados a procurar novo emprego com mais empenho. Se os PPD já estivessem em vigor, estas medidas de desproteção social seriam desnecessárias.

### 6.3.5. Planos de poupança emigrante

Cerca de 20% dos licenciados portugueses emigram.<sup>89</sup> Os efeitos nefastos para o país desta fuga de cérebros são evidentes. No entanto, do ponto de vista da poupança nacional, esta fuga pode representar uma oportunidade importante. Historicamente, o

---

<sup>88</sup> Este resultado foi confirmado num estudo recente de Reyes *et al.* (2010).

<sup>89</sup> Ver Docquier e Marfou (2006).



desequilíbrio estrutural das contas externas portuguesas foi mitigado pelas remessas dos emigrantes. Como vimos atrás, este efeito tem vindo a desvanecer-se na última década.

Portugal já está habituado a captar remessas dos emigrantes. Desde meados da década de 1990 que os benefícios fiscais de que usufruíam as contas de poupança-emigrante têm vindo a diminuir. A lei do Orçamento de Estado de 2008 acabou com qualquer benefício fiscal associado a estas contas. A atual situação das contas públicas sugere que o caminho a seguir para a atração das poupanças dos novos emigrantes portugueses terá de utilizar outros recursos.

Na verdade, uma política ativa de captação das poupanças dos emigrantes afigura-se-nos quase como uma missão patriótica. É essencial manter o vínculo destes emigrantes a Portugal, também para que no longo-prazo estejam reunidas as condições para o seu regresso.

### **6.3.6. Promoção de um inquérito à poupança**

A informação que existe relativa ao comportamento de poupança dos portugueses, apresentada ao longo deste trabalho, sugere que a poupança está concentrada num número muito reduzido de famílias. Ou seja, a larga maioria das famílias portuguesas não têm hábitos de poupança. Qualquer política ou desenvolvimento de produtos financeiros destinados à captação de poupanças das famílias deverá passar ter como objetivo atrair um maior número de famílias. Neste contexto, e com o intuito de conhecer e compreender o comportamento das famílias portuguesas em relação à poupança, propomos a realização de um inquérito aos hábitos de poupança dos portugueses. Tendo em conta os inquéritos já realizados pelo INE, este inquérito deverá ser implementado em conjunto com o IDEF e o IPEF, seguindo, por exemplo, o alinhamento do inquérito alemão “SAVE” descrito em Börsch-Supan e Essig (2005).<sup>90</sup> O inquérito deverá ter uma dimensão longitudinal de forma a caracterizar e detetar alterações nos hábitos de poupança, e deverá incluir questões sobre os motivos para a poupança, sobre o comportamento das famílias em face de rendimentos inesperados, bem como características socioeconómicas do agregado familiar e perfis de endividamento e de rendimento das famílias. É importante que avalie, de forma direta e indireta, a regularidade e o montante das decisões de poupança. Importa também recolher informação que permita caraterizar aspetos como a existência de um registo das

---

<sup>90</sup> O Inquérito à Literacia Financeira realizado pelo Banco de Portugal contém alguma da informação relevante, mas não explora de forma completa os hábitos de poupança.

despesas do agregado familiar, ou a aprendizagem deste hábito com os familiares. Adicionalmente, e com o intuito de avaliar a consistência das respostas, será importante questionar quanto ao comportamento efetivo dos agregados familiares perante rendimentos inesperados.

### 6.3.7. Planos de poupanças automáticas

Na linguagem económica dizemos que os indivíduos são “míopes” quando não conseguem perspetivar de forma razoável as consequências dos seus atos, nomeadamente no que diz respeito às decisões de poupança e de consumo, possivelmente por haver um problema de iliteracia financeira, ou, de forma mais geral, um problema de informação imperfeita nos mercados financeiros. Com efeito, basta pensar na questão da longevidade: ninguém sabe com que idade falecerá, mas decisões relativas à poupança para a reforma necessitam de ter em conta a longevidade do indivíduo. O sistema de pensões deverá ter assim uma componente de “seguro de longevidade”. Para além de poderem ser míopes, o comportamento dos indivíduos pode também ser afetado pela existência de enviesamentos ou preconceitos. Este aspeto tem sido explorado pela chamada “economia comportamental” (*behavioural economics*). Um dos aspetos em que se manifesta a importância deste tipo de influências diz respeito ao impacto da forma como a escolha é apresentada ao indivíduo: este terá tendência a escolher a opção que envolve menos mudança, ou seja, as escolhas revelam inércia. Face a isto, em certos planos de pensões, como o 401(k) americano, há empresas que registam os seus empregados como participantes; se estes não quiserem participar, terão de o dizer explicitamente. Esta inversão do procedimento habitual (o empregado tem de dizer que não quer, em vez de ter de dizer que quer) tem sido vista como sendo suficiente para aumentar o nível de participação nestes planos de pensões, demonstrando a existência e a importância de enviesamentos comportamentais.

Tendo em conta estes enviesamentos, Cramer *et al.* (2008) e Tufano e Schneider (2008) defendem a importância de dois princípios basilares a ter em conta na definição e implementação de medidas para a promoção da poupança: (1) poupar deve ser o mais simples e acessível possível e (2) a inércia pode ser usada como fator promotor da poupança.

Com base nestes princípios, um documento recente promovido pelo Banco de Portugal sugere que todos os recipientes de salários, pensões ou subsídios pagos pelo Estado possam aplicar de forma automática uma parte desse pagamento em produtos de poupança à sua escolha – o chamado “plano de auto-poupança individual”, inspirado no

plano AutoSave proposto por Cramer (2006). Julgamos que tal ideia é promissora e que se poderia inclusivamente estudar a possibilidade de a estender ao sector privado.

Outra proposta interessante é a de associar a poupança a certos atos. Por exemplo, no sistema “*keep the change*” do *Bank of America*, quando é feito um pagamento com o cartão de débito, a diferença entre o valor arredondado da compra e o valor efetivo é transferido para uma conta poupança. Em português este instrumento poder-se-ia chamar “mealheiro automático”. Nos últimos tempos vários bancos portugueses têm promovido produtos de poupança baseados nestes princípios.

## 6.4. Conclusão

Ao longo deste trabalho vimos que a atual taxa de poupança em Portugal é bastante inferior ao desejado de um ponto de vista macroeconómico. Vários motivos concorrem para a explicação deste fenómeno. Um dos fatores que terá contribuído para a baixa taxa de poupança da economia portuguesa terá sido o nosso sistema de Segurança Social. Com efeito quando um trabalhador tem de descontar perto de um terço do seu ordenado para um esquema de Segurança Social que o protegerá quer em caso de desemprego quer na reforma, os incentivos para poupar são drasticamente reduzidos.

Adicionalmente, como vimos, as políticas erráticas seguidas pelos Governos não favorecem a poupança por parte dos indivíduos. Situações como as vividas com as alterações constantes de regras — e.g. alterações legais aos Certificados de Aforro acima descritas e alterações constantes dos benefícios fiscais associados à poupança — não enquadram as poupanças adequadamente.

É neste ambiente que são necessárias propostas que estimulem a poupança. Entre as propostas apresentadas, há algumas de carácter estrutural e que visam corrigir distorções provocados pela própria ação social do Estado. Enquadram-se nessas medidas as propostas relativas à mudança do sistema de Segurança Social de um sistema de repartição para um sistema de capitalização e a criação de um Plano Poupança Desemprego. Há outras que visam corrigir a natural miopia de alguns indivíduos que têm a tendência de desvalorizar as dificuldades que poderão sentir no futuro. É neste âmbito que se inserem as campanhas pela literacia económica propostas. Finalmente, fizemos propostas que visam aproveitar a inércia natural das pessoas e empresas no que toca a estes assuntos. Propostas como planos de poupança automática inserem-se neste objetivo.

No entanto, independentemente do mérito das propostas apresentadas, julgamos que aumentar a poupança pública será a forma mais eficaz de o Estado promover a poupança. Um Estado que é visto como dissipador terá grandes dificuldades em levar a bom porto iniciativas de promoção da poupança e de redução do endividamento.

## 7. Conclusão

---

Neste trabalho estudámos o comportamento da poupança em Portugal nas últimas décadas. Pensamos ter demonstrado que as baixas taxas de poupança da economia portuguesa têm representado uma restrição ativa à capacidade de Portugal enfrentar a crise financeira internacional. Adicionalmente, o papel do Estado tem sido particularmente negativo, sendo ele próprio, com as suas poupanças negativas, responsável por grande parte das dificuldades que enfrentamos. No entanto, a tendência decrescente da taxa de poupança da economia portuguesa nas últimas décadas é explicada pela redução da poupança dos privados, famílias e empresas.

A resolução da crise da economia portuguesa passará necessariamente por inverter esta tendência. As restrições no acesso ao crédito externo tornam o financiamento do investimento, essencial para a recuperação do crescimento económico, muito dependente da poupança nacional.

Analisámos com detalhe as escolhas de aforro feitas pelas famílias portuguesas e o comportamento de poupança das empresas. Dado o enquadramento macroeconómico vigente, concluímos que era praticamente inevitável que, ao longo das últimas décadas e até ao eclodir da crise financeira, as taxas de poupança das famílias tomassem a trajetória que tomaram. Tal trajetória foi o resultado da liberalização financeira — que reduziu as restrições de acesso ao crédito — e de um aparente aumento de riqueza associado à adesão de Portugal à moeda única e refletido no desenvolvimento do Estado Social.

Se a maior facilidade de acesso ao crédito tiver efetivamente sido uma das principais causas da redução da taxa de poupança,<sup>91</sup> a inversão desse processo, decorrente da atual crise financeira, deverá ter como consequência o aumento da taxa de poupança nacional. Nesse sentido, para lá das restrições impostas ao comportamento dos bancos que têm aparecido no âmbito do processo de Basileia e da supervisão comportamental levada a cabo pelo Banco de Portugal, julgamos que a limitação do acesso ao crédito acabará por ocorrer de forma natural, quer em resultado da dificuldade em obter financiamento no exterior, quer em resultado da tomada de consciência — principalmente

---

<sup>91</sup> Naturalmente, como discutimos no capítulo 3, em conjugação com outros fatores, nomeadamente as expectativas elevadas após a entrada na Comunidade Económica Europeia e o desenvolvimento do Estado Social.

por parte do sector financeiro — de que as expectativas elevadas que nortearam os pedidos e a concessão de crédito no passado recente eram demasiado otimistas.

Vale sempre a pena realçar que ao endividamento excessivo está associado um risco sistémico. Se os agentes, em vez de recorrerem à poupança, se valerem do crédito para financiarem as suas compras, o endividamento aumentará, ou seja, aumentarão as responsabilidades futuras desses agentes perante outros. A capacidade para cumprir essas obrigações dependerá de vários fatores.<sup>92</sup> Quando o endividamento é pequeno, o facto de alguns agentes económicos não conseguirem cumprir as suas obrigações não tem consequências de maior ao nível agregado. Contudo, se o endividamento for elevado, um acontecimento que afete um número significativo de devedores (como uma crise financeira internacional) causa perdas mais significativas, que obrigam os credores a tomar medidas especiais. Por exemplo, os bancos deverão recompor o seu balanço, face às perdas de capital, podendo ter de vender ativos (com reflexos nos mercados respetivos), ou reduzir a concessão de crédito (com reflexos na atividade económica). Em casos mais graves, a solidez de algum banco poderá ser posta em causa, e isso poderá representar um risco para todo o sistema financeiro. Para reduzir a probabilidade de tal situação ocorrer, os Estados têm de tomar medidas que diminuam a possibilidade de excesso de endividamento.

Note-se, porém, que se assiste muitas vezes a situações em que o objetivo da intervenção do Estado é exatamente o de facilitar o acesso ao crédito, tornando assim mais prováveis situações de excesso de endividamento. É esta, aliás, uma das explicações referidas para a crise financeira internacional de 2007. Nos anos anteriores à crise, houve várias intervenções do governo dos EUA no sentido de aumentar o acesso ao crédito à habitação por parte de franjas mais carenciadas da população. O objetivo era permitir a essa parte da população atingir um nível de consumo superior àquele a que o seu rendimento lhe daria acesso em circunstâncias normais — pôr o crédito a substituir o aumento, ou a redistribuição, do rendimento. O sector financeiro terá seguido a direção que os incentivos lhe indicavam, com o resultado que se conhece. Em Portugal, embora de forma mais mitigada, o Estado também promoveu o endividamento das famílias através de benefícios fiscais e juros bonificados para a aquisição de habitação.

Adicionalmente, há riscos associados à dependência de financiamento externo. Tal como o relatório Delors lembrava, a perceção dos mercados financeiros pode mudar repentinamente, e ainda mais se se tratar de devedores estrangeiros. O facto de a

---

<sup>92</sup> Como, por exemplo, manter o emprego, não se divorciar, não adoecer, etc.

enorme dívida pública japonesa continuar a ser financiada a taxas de juro baixas, enquanto a portuguesa e a grega suscitam taxas elevadíssimas, não está desligado do diferente grau de dependência face ao financiamento externo. Este grau de dependência é elevado nos casos grego e português, países nos quais a taxa de poupança das famílias se reduziu fortemente nas últimas décadas, e é menor no caso japonês, país no qual a tradição da poupança ainda se mantém. Uma taxa de poupança elevada permite reduzir a dependência dos humores dos mercados financeiros e evitar a necessidade de ajustamentos bruscos, mais complicados e mais dolorosos.<sup>93</sup> Basta ter em atenção que os Certificados de Aforro, uma das principais formas de detenção de dívida pública por parte de nacionais, não têm visto os seus custos a aumentar. Bem pelo contrário, dado que acompanham a Euribor, os Certificados de Aforro apresentam taxas de juro historicamente baixas.

Como conciliar esta necessidade de aumentar a poupança com os efeitos recessivos previstos pelo paradoxo da poupança? Como vimos, numa economia aberta, como é o caso da nossa, a poupança pode desligar-se do investimento. É possível aumentar a poupança sem reduzir a procura de bens produzidos internamente se, em vez disso, se reduzir a procura de bens importados.<sup>94</sup> Obviamente, se todos os países fizessem o mesmo, o paradoxo da poupança aplicar-se-ia a todos em conjunto. Mas Portugal, só por si, não tem capacidade para determinar o comportamento dos outros países. E, independentemente do que os outros países decidirem fazer, Portugal tem de corrigir um défice externo que se tornou insustentável. Parte deste défice externo poderia ser corrigido com um aumento das remessas dos emigrantes, algo que, dadas as atuais taxas de emigração, pode ter algum impacto. É claro que, se se conseguisse criar um ambiente mais amigo do investimento externo, um aumento dos fluxos permanentes de investimento direto estrangeiro também poderia contribuir para este desígnio, com a vantagem adicional de contribuir para o desenvolvimento económico. No entanto, dada a magnitude do nosso défice externo, estas medidas dificilmente seriam suficientes.

---

<sup>93</sup> Quando falamos nas condições de financiamento da economia, há também uma desconfiança quanto ao carácter benigno dos desequilíbrios externos. Nesta situação, uma política possível para um país que não esteja integrado numa união económica e monetária é a imposição de restrições à mobilidade do capital. Estando numa união económica e monetária, mas na qual não há harmonização do sistema de tributação, pode tornar-se importante a questão da concorrência fiscal internacional. Se os impostos sobre os rendimentos da poupança forem tributados a taxas menores noutro país, poderá ser necessário adotar medidas especiais que previnam uma fuga significativa de capitais com consequências para as receitas fiscais.

<sup>94</sup> Algo que não pode ser erigido como política oficial, dadas as obrigações decorrentes da participação na União Europeia.



Julgamos haver três alternativas mais plausíveis e que podem ser combinadas entre si. A primeira é, como dissemos, aumentar a poupança, o que poderá agravar a recessão, de acordo com a teoria *keynesiana*, a menos que a redução do consumo se baseie na redução de bens importados. A segunda é diminuir o investimento, o que, além de também poder agravar a recessão, poderá igualmente pôr em causa o crescimento económico e o nível de vida em Portugal das próximas gerações. A terceira é não pagar as dívidas existentes e fechar a economia ao resto do mundo para então poder prosseguir políticas *keynesianas* puras, ou até mesmo marxistas, nacionalizando os meios de produção, longe do escrutínio dos mercados financeiros internacionais.

Poderíamos ainda pensar numa quarta hipótese, aquela que nós, e os portugueses em geral, preferiríamos: que as exportações portuguesas crescessem de forma extraordinária, com baixa incorporação de bens importados (ou seja, predominando o valor acrescentado nacional), fazendo aumentar o rendimento gerado em Portugal e aumentando também a poupança. Infelizmente, não há razões para esperar tal desenvolvimento, para mais numa altura em que há sinais de que as economias mais avançadas e a economia mundial podem estar a caminho de uma nova recessão.<sup>95</sup> Outra hipótese muitas vezes referida em debates sobre a crise da dívida soberana europeia, a emissão de euro-obrigações que financiem a dívida pública de países em dificuldades, como Portugal, em si mesma serviria apenas para transferir os custos dos desequilíbrios externos da periferia para os restantes países europeus, e não para eliminar esses desequilíbrios, pelo que, por si só, não pode ser considerada como uma solução. Pelo contrário, poderia criar condições para que os desequilíbrios se acumulassem ainda mais, obrigando a ajustamentos ainda mais dolorosos no futuro.

Em suma, a atual taxa de poupança em Portugal é bastante inferior ao desejado de um ponto de vista macroeconómico. Ao longo deste texto referimos vários motivos que ajudam a explicar a baixa taxa de poupança em Portugal. Entre estes destacámos o papel do nosso sistema de Segurança Social, que obriga os trabalhadores a descontar quase um terço do ordenado para a Segurança Social. Face a esse nível de descontos, torna-se difícil imaginar esse trabalhador a poupar ainda mais. Salientámos igualmente o ambiente institucional em que vivemos. A evolução errática das regras não transmitem segurança a quem quer poupar – recorde-se o exemplo do tratamento dado aos detentores de Certificados de Aforro.

---

<sup>95</sup> Ver, por exemplo, o World Economic Outlook do Outono de 2011, *Slowing Growth, Rising Risks*, do Fundo Monetário Internacional.



É neste ambiente que são necessárias propostas que estimulem a poupança. A intervenção do Estado nas decisões de poupança dos indivíduos, por razões não relacionadas com a correção de efeitos que distorçam o funcionamento dos mercados, implica a existência de desconfiança quanto à capacidade dos agentes para tomarem decisões adequadas do ponto de vista do conjunto da sociedade. Por este motivo, entre as propostas apresentadas, não referimos propostas que visassem a poupança das empresas. Este tipo de propostas poderia ter feito sentido há alguns anos. Na atual conjuntura, com as dificuldades de acesso ao crédito que as empresas enfrentam, a principal forma que as empresas têm de se financiar é, precisamente, reinvestindo os seus lucros. Seria redundante e desnecessário estar a apresentar propostas que visassem esse mesmo comportamento.

Ao invés, apresentámos algumas propostas de carácter estrutural que visam corrigir distorções provocadas pela própria ação social do Estado. Enquadram-se nessas medidas as propostas relativas à mudança do sistema de Segurança Social de um sistema de repartição para um sistema de capitalização e a criação de um Plano Poupança Desemprego. Há outras que visam corrigir a natural miopia de alguns indivíduos, que têm a tendência de desvalorizar as dificuldades que poderão sentir no futuro, e aproveitar a inércia natural das pessoas no que toca a estes assuntos. É neste âmbito que se inserem as campanhas pela literacia económica e propostas como a do *mealheiro automático*.

Independentemente do mérito das propostas apresentadas e dado o peso negativo que o Estado impõe à poupança nacional, aumentar a poupança pública seria a forma mais eficaz de o Estado promover a poupança. Políticas ou campanhas de promoção da poupança e de gestão prudente do endividamento desenvolvidas por um Estado dissipador serão, inevitavelmente, de eficácia duvidosa. Assim, para que o Estado possa promover a poupança, que, como esperamos ter mostrado ao longo deste trabalho, é crucial para Portugal, deve dar o exemplo eliminando despesas ineficientes, as quais oneram os contribuintes e agravam a nossa posição internacional.

## 8. Referências

---

- Abreu, M. (2001). Da adesão à Comunidade Europeia à participação na União Económica e Monetária: a experiência portuguesa de desinflação no período 1984-1998. Boletim Económico, Dezembro, Banco de Portugal.
- Adema, W. e M. Ladaïque (2009). How expensive is the welfare state? Gross and net indicators in the OECD social expenditure database. OECD Social, Employment and Migration WP Nº 92.
- Aguiar-Conraria, L., F. Alexandre e M. C. Pinho (2011). O euro e o crescimento da economia portuguesa: uma análise contrafactual. NIPE Working Paper 37/2010.
- Alexandre, F., I. G. Martins, J.S. Andrade, P. R. Castro e P. Bação (2009a). A Crise Financeira Internacional. Estado da Arte 2, Imprensa da Universidade de Coimbra. Edição brasileira: Lex Editora.
- Alexandre, F., P. Bação, J. Cerejeira e M. Portela (2009b). Aggregate and sector-specific exchange rate indexes for the Portuguese economy. Notas Económicas, 30, 6-28.
- Alexandre, F., P. Bação e V. Gabriel (2008). The Consumption-Wealth Ratio under Asymmetric Adjustment", Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics, 12(4), 3.
- Almeida, V., G. Castro e R. Mourinho Félix (2009). A economia portuguesa no contexto europeu: estrutura, choques e política. In Banco de Portugal, A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária. Banco de Portugal.
- Alves, N. e F. Cardoso (2010). A poupança das famílias em Portugal: evidência micro e macroeconómica. Boletim de Inverno do Banco de Portugal, Banco de Portugal.
- Amaral, L. (2010). Economia Portuguesa, As Últimas Décadas. Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Ando, A. e F. Modigliani (1963). The "life-cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. American Economic Review 53, 55–84.
- Antão, P., M. Boucinha, L. Farinha, A. Lacerda, A. C. Leal e N. Ribeiro (2009). Integração financeira, estruturas financeiras e as decisões das famílias e das empresas. In Banco de Portugal, A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária. Banco de Portugal.
- APS (2010). Poupança em Portugal, Contribuição do Sector Segurador. Associação Portuguesa de Seguros.
- Bação, P. (1997). Inovação e aplicações financeiras em Portugal. Estudos do GEMF, nº 9.
- Banco de Portugal (1993). Relatório do Conselho de Administração de 1992. Banco de Portugal.
- Banco de Portugal (2007). Relatório de Supervisão Comportamental. Banco de Portugal.
- Banco de Portugal (2010). Inquérito à literacia financeira da população portuguesa | 2010 Apresentação dos Principais Resultados, 18 de Outubro de 2010. Banco de Portugal.
- Bento, V. (2009). Perceber a Crise para Encontrar o Caminho. Bnomics.

- Bernanke, B. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit, speech delivered for the Sandridge Lecture at the Virginia Association of Economists, Richmond.
- Blanchard, O. e F. Giavazzi (2002). Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2002, 147-186.
- Börsch-Supan, A. e L. Essig (2005). Household Saving in Germany: Results of the First SAVE Study, in Wise, D. A. (ed.) *Analyses in the Economics of Aging*. Chicago: University of Chicago Press.
- Bosworth, B. P. (1993). *Saving and Investment in a Global Economy*. Brookings Institution Press.
- Braz, C., M. M. Campos, J. C. Cunha, S. Moreira e M. C. Pereira (2009). *Finanças Públicas em Portugal: tendências e desafios*. In *A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária*. Banco de Portugal.
- Bucher-Koenen, T. e A. Lusardi (2011). Financial Literacy and Retirement Planning in Germany. NBER Working Paper No. 17110.
- Cadilhe, M. (1990). *Factos e enredos*. Edições ASA.
- Cadilhe, M. (1991). Tempos e Modos de Portugal na U.E.M. *Revista Brotéria*, 132, 260-274.
- Cadilhe, M. (2005). O sobrepeso do Estado em Portugal – uma proposta de reforma conceitual e administrativa. *Fubu*.
- Callen, T. e C. Thimann (1997). Empirical determinants of household saving: evidence from OECD countries. WP/97/181. International Monetary Fund, Washington.
- Cardoso, F. e V. Cunha (2005). Household wealth in Portugal: 1980-2004. Banco de Portugal, Working Paper 4.
- Cardoso, F., L. Farinha e R. Lameira (2008). Household wealth in Portugal: revised series. *Occasional Papers*, Banco de Portugal, Setembro.
- Castro, G. (2006). Consumo, Rendimento Disponível e Restrições de Liquidez. *Boletim Económico, Verão*. Banco de Portugal.
- Chamon, M. e E. Prasad (2008). Why are saving rates of urban households in China rising? IMF Working Paper, WP/08/145, International Monetary Fund, Washington.
- Chiu, W. H. e E. Karni (1998). Endogenous Adverse Selection and Unemployment Insurance. *Journal of Political Economy*, 106, 806-827.
- Comissão Werner (1970). Report to the Council and the Commission on the realization by stages of economic and monetary union in the Community. European Council and European Commission.
- Committee for the study of economic and monetary union (1989). Report on economic and monetary union in the European Community. European Council.
- Constâncio, V. (2000). Discurso proferido na cerimónia da tomada de posse como Governador do Banco de Portugal.
- Correia, I.H. (2010). Consumption Taxes and Redistribution. *American Economic Review*, 100, 1673-1694.
- Cramer, R. (2006), AutoSave. A Proposal to Reverse America's Savings Decline and Make Savings Automative, Flexible and Inclusive. New America Foundation.

- Cramer, R., R. O'Brien e A. Lopez-Fernandini (2008). *The Assets Agenda: Policy Options to Promote Savings and Asset Ownership by Low- and Moderate-Income Americans*. New America Foundation.
- Docquier, F. e A. Marfouk (2006). *International Migration by Education Attainment*. In *International Migration, Remittances & the Brain Drain*, Ç. Özden e M. Schiff, eds., The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank, Palgrave Macmillan.
- Douglas Bernheim, B. (1987). *Ricardian Equivalence: An Evaluation of Theory and Evidence*. In *NBER Macroeconomics Annual 1987, Volume 2*, National Bureau of Economic Research.
- Edwards, S. (1998). *The Chilean Pension Reform: A Pioneering Program*. In *Privatizing Social Security*, Martin Feldstein, ed., University of Chicago Press.
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford University Press.
- Eisner, R. (1991). *The Real Rate of U.S. National Saving*. *Review of Income and Wealth*, 37, 15-32.
- Engen, E. M. e W. G. Gale, J. K. Scholz (1996). *The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving*. *The Journal of Economic Perspectives*, 10, 113-138.
- Engen, E. M. e J. Gruber (2001). *Unemployment insurance and precautionary saving*, *Journal of Monetary Economics*, 47, 545-579.
- Feldstein, M. (1980). *International differences in social security and saving*. *Journal of Public Economics*, 14, 2, 223-244.
- Feldstein, M. e C. Horioka (1980). *Domestic Saving and International Capital Flows*. *The Economic Journal*, 90, 314-329.
- Fitoussi, J. (2005). *Fiscal Indiscipline: Why no reaction yet by the markets? Briefing paper n° 2 – May 2005*, European Parliament, Committee for Economic and Monetary Affairs.
- Fölster, S. (2001). *An evaluation of social insurance savings accounts*. *Public Finance and Management*, 1, 420-448.
- Franco, F. (2011). *Adjusting to External Imbalances within the EMU, the Case of Portugal*. Mimeo.
- Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.
- GAFEEP (1996). *Análise do sector público administrativo e empresarial em 1995*. Ministério das Finanças.
- Hall, R. e A. Rabusker (1995). *The Flat Tax*. Hoover Institution Press.
- Hyman, L. (2011). *Debtor Nation: The History of America in Red Ink*. Princeton University Press.
- Jappelli, T. e M. Pagano (1994). *Saving, Growth and Liquidity Constraint*. *The Quarterly Journal of Economics*, 109, 83-109.
- Judt, T. (2005). *Postwar: A History of Europe Since 1945*. Penguin Press.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Macmillan.
- Kirsanova, T. and J. Sefton (2007). *A Comparison of National Saving Rates in the UK, US and Italy*. *European Economic Review*, 51, 1998-2028.

- Kotlikoff, L. (1998). Simulating the Privatization of Social Security in General Equilibrium. In *Privatizing Social Security*, Martin S. Feldstein, ed., University of Chicago Press.
- Lettau, M. e S. Ludvigson (2001). Consumption, Aggregate Wealth, and Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 56, 815-849.
- Levine, R., N. Loayza e T. Beck (2000). Financial intermediation and growth: causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46, 31-77.
- Macedo, J. B. (1992). Convergência na economia europeia: o contributo português. *Análise Social*, XXVII, pp. 623-654.
- McConnell, M. M. e Perez-Quirós, G. (2000). Output Fluctuations in the United States: What Has Changed since the Early 1980's? *American Economic Review*, 90, 1464-1476.
- McKinnon, R. (1993). The rules of the game: International money in historical perspective. *Journal of Economic Literature*, 31, 1-44.
- Mehra, Y. P. (2001). The wealth effect in empirical life-cycle aggregate consumption functions. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 87/2.
- Modigliani, F. e Brumberg, R. (1954). Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data. In *Post Keynesian Economics*, Kenneth K. Kurihara, ed., New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- Phelps, E. S. (1961). The Golden Rule of Capital Accumulation. *American Economic Review*, 51, 638-643.
- Piriquito, H. (ed.) (2011). FMI – Os acordos com Portugal, 1977-1983-1984. *bnomics*.
- Rajan, R. (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton University Press.
- Reyes, G., J. van Ours e M. Vodopivec (2010). Incentive Effects of Unemployment Insurance Savings Accounts: Evidence from Chile. CEPR, Discussion Paper 5971.
- Seater, J. (1993). Ricardian Equivalence. *Journal of Economic Literature*, 31, 142-190.
- Solomon, R. (1979). *Le système monétaire international*. Paris: Economica.
- Solow, R. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. *The Quarterly Journal of Economics*, 70, 65-94.
- Summers, L. (1985). Issues in national savings policy. In F.G. Adams e SM Watcher Lexington, *Savings and Capital Formation: The Policy Options* eds. MA, DC Heath and Co., 65-88.
- Summers, L. e C. Carroll (1987). Why is U.S. national saving so low? *Brookings Papers on Economic Activity*, 1987, 607-642.
- Taylor, A. (2002). A century of current account dynamics. *Journal of International Money and Finance*, 21, 725-748.
- Tufano, P. e Schneider, D. (2008). Using Financial Innovation to Support Savers: From Coercion to Excitement, National Poverty Center Conference on "Access, Assets and Poverty".
- Weber, M. (1920). *A ética protestante e o espírito do capitalismo*. Editorial Presença, 2001.
- Wolf, M. (2009). *Fixing Global Finance*. Yale University Press.
- World Economic Outlook (2011). *Slowing Growth, Rising Risks*. International Monetary Fund.

## 9. Apêndices

---

### 9.1. A poupança nas contas nacionais

Os dados económicos que apresentamos e discutimos neste relatório provêm, maioritariamente, das Contas Nacionais. As Contas Nacionais são um sistema de apresentação da informação macroeconómica que agrupa os agentes económicos em seis grupos (“sectores institucionais”): sociedades não financeiras, sociedades financeiras, administrações públicas, famílias, instituições sem fim lucrativo ao serviço das famílias (ISFLSF) e, por último, resto do mundo. O sector das ISFLSF é normalmente analisado em conjunto com o sector das famílias, pelo que será ignorado na descrição simplificada que se segue.

Os sectores residentes obtêm parte do seu rendimento em contrapartida da sua participação no processo produtivo, ou em contrapartida da cedência de ativos a outros agentes. Estes rendimentos (chamados “rendimentos primários”) podem assumir formas diferentes consoante o sector. Assim, no caso das empresas (financeiras ou não), os rendimentos primários correspondem ao “excedente de exploração/rendimento misto” — isto é, à diferença entre o valor da produção obtida e a soma das remunerações pagas aos empregados (incluindo contribuições sociais entregues ao Estado), dos impostos (líquidos de subsídios) entregues ao Estado e do consumo intermédio (valor dos bens e serviços consumidos durante o processo produtivo, excluindo o consumo de capital fixo) — mais a diferença entre os rendimentos de propriedade recebidos e pagos, ou seja, a diferença entre os juros, dividendos e rendas recebidos e pagos (ignoramos os lucros do investimento estrangeiro reinvestidos). No caso das famílias, haverá a acrescentar a estas classes de rendimentos primários as remunerações obtidas em troca do seu trabalho. No caso das administrações públicas, a parcela a acrescentar corresponde aos impostos cobrados (líquidos de subsídios) sobre a produção e a importação.

Contudo, o rendimento que as famílias poderão utilizar em despesas de consumo — o “rendimento disponível” — não é igual a este “saldo dos rendimentos primários”. Por um lado, ainda recebem prestações sociais e outros benefícios, ou transferências do exterior, como no caso das remessas de emigrantes, embora neste caso o mais habitual nos últimos anos seja esta componente ter sinal negativo, ou seja, as famílias residentes enviam mais remessas para as famílias nos países de origem do que o contrário. Por outro lado, as famílias ainda têm de pagar impostos sobre o rendimento e o património. O mesmo se passa com as empresas. Já as administrações públicas, pelo contrário, veem



o seu rendimento disponível aumentar com a cobrança aos outros sectores dos impostos sobre o rendimento e o património.

Tendo o rendimento disponível, podemos finalmente calcular a poupança de cada sector. Para obtermos a poupança das famílias e das administrações públicas, teremos de subtrair ao rendimento disponível as despesas de consumo final. No caso das famílias há ainda um outro ajustamento a fazer, correspondente à variação do valor dos seus fundos de pensões, que tem como contrapartida um ajustamento simétrico da poupança das sociedades financeiras que gerem esses fundos. No caso das empresas, dado que não fazem despesas de consumo final, a poupança é o seu rendimento disponível, com o ajustamento referido acima no caso das sociedades financeiras.

A poupança nacional é a soma das poupanças dos sectores residentes. Ou seja, é igual ao rendimento disponível menos a despesa de consumo final. Ou ainda, é igual ao PIB mais o saldo dos rendimentos primários com o resto do mundo, mais o saldo das transferências correntes com o resto do mundo e menos a despesa de consumo final.

A poupança pode ser utilizada na aquisição de bens de capital ("formação bruta de capital", vulgarmente designada por investimento), na aquisição de ativos não financeiros e não produzidos (como a terra), ou na aquisição de ativos financeiros (desde a simples acumulação de moeda debaixo do colchão, até à compra de ações e outros produtos financeiros mais sofisticados). Contudo, é possível que a poupança seja suplementada por transferências de outros sectores com o objetivo de financiar a aquisição de bens de investimento, ou que se façam transferências com esse propósito. A diferença entre a poupança (acrescida do saldo das transferências de capital) e as duas primeiras utilizações dá a capacidade (se for positiva) ou a necessidade (se for negativa) de financiamento. Isto é, se o investimento for superior à poupança e não houver venda de ativos não financeiros não produzidos, nem se receberem transferências de capital, haverá uma necessidade de obter outro financiamento para esse investimento para lá da poupança, e isto levará ou a um aumento do endividamento, ou a uma redução dos ativos financeiros, possivelmente através da venda de ações, obrigações, etc.

## **9.2. Caracterização dos agregados familiares no Inquérito às Despesas das Famílias**

Com base no Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF) de 2006, concluímos que, no que respeita à distribuição geográfica dos agregados familiares que fazem parte da nossa amostra, 28,1% residem em Lisboa, 33,2% no Norte, 23% no Centro, quase 12% no Alentejo e Algarve, e 4% nas ilhas. Cerca de 18% dos agregados familiares em análise são compostos por um único elemento, 33% têm dois elementos, enquanto 41% dos

agregados têm três ou quatro elementos. Há 7,5% dos agregados com cinco ou seis elementos, sendo as restantes dimensões familiares residuais. Em 72% dos casos os dois elementos do casal integram o agregado, ao passo que em 56,8% das famílias analisadas há filhos a habitar em conjunto com os progenitores. Finalmente, há ascendentes em 3,8% dos agregados familiares.

Para efeitos do inquérito, há um representante do agregado familiar que responde em nome de toda a família. Observamos que em 7,6% dos casos esse representante tem no máximo 29 anos, em 33% das famílias a sua idade situa-se entre os 30 e os 34 anos, também em 33% dos agregados está entre 45 e os 64 anos, e, finalmente, em 26% dos casos tem 65 ou mais anos. Cerca de 67% dos representantes são do sexo masculino. Destaca-se o baixo nível de escolaridade destes representantes: quase 48% dos representantes têm no máximo 4 anos de escolaridade, 15,4% possuem 6 anos de escolaridade e 13,4% completaram o 3º ciclo do ensino básico. Apenas 11% dos agregados têm representantes com o diploma do secundário, e 12,4% concluíram algum grau do ensino superior. Quase dois terços dos representantes do agregado familiar exercem uma profissão. Em 29,6% dos casos o representante é reformado ou aposentado e em 3,1% das famílias está desempregado.

### **9.3. Caracterização das despesas das famílias**

Em 2006, quando examinamos a distribuição das várias componentes da despesa integradas no Inquérito às Despesas das Famílias (IDEF) tendo em conta a distribuição do rendimento (Tabela 9-1), observamos que, em média, as famílias dedicam cerca de 19% da sua despesa total a produtos alimentares e bebidas não alcoólicas, categoria (A). Analisando a distribuição média desta componente da despesa pela distribuição do rendimento, concluímos que nos 10% de famílias mais pobres a percentagem média da despesa dedicada a este item de consumo é 25%. Para as famílias com um rendimento mediano o peso das despesas em alimentação e bebidas não alcoólicas é de 20%, enquanto para os 10% de famílias mais ricas a porção média da despesa dedicada a este item é de 12,2%.

Assim, tal como esperado, o peso da alimentação na despesa diminui com o rendimento. O mesmo ocorre com o peso da habitação, categoria (D): nos 10% de famílias mais pobres a relevância da habitação aproxima-se dos 35% do rendimento, nas famílias com um rendimento mediano este valor ronda os 33%, enquanto nos 10% de famílias de rendimentos mais elevados a percentagem da sua despesa dedicada à habitação fica pelos 26,4%. O peso das despesas em saúde, categoria (F), regista um aumento pronunciado com o decréscimo do rendimento. Para os 10% de famílias mais pobres,



decil 1 do rendimento, as despesas em saúde representam 10,2% do orçamento das famílias, enquanto nos 10% de famílias mais ricas, decil 10, esse peso cai para 4,8%. Enquanto estas três rubricas claramente veem o seu peso na despesa total diminuir face a aumentos do rendimento, as despesas em vestuário e calçado (categoria (C)), móveis, artigos de decoração, equipamento doméstico e despesas correntes (categoria (E)), transportes (categoria (G)), lazer, distração e cultura (categoria (I)), ensino (categoria (J)) e hotéis, restaurantes, cafés e similares (categoria (K)), aumentam a sua importância na despesa das famílias.

**Tabela 9-1: Distribuição do peso de cada um das componentes da despesa por decil de rendimento (2005/2006)**

Decil	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
1	25.0	2.6	2.5	34.6	3.1	10.2	3.1	3.8	2.0	0.1	8.1	5.1
2	23.5	2.4	2.3	36.0	3.9	9.6	4.1	3.7	2.3	0.2	7.9	4.2
3	21.6	2.6	2.6	36.2	3.5	8.7	5.8	3.4	2.8	0.2	8.2	4.3
4	21.0	3.1	3.0	34.7	3.2	7.2	7.7	3.4	3.3	0.2	8.2	4.8
5	20.0	3.2	3.6	33.0	3.8	6.1	8.6	3.2	3.8	0.6	8.9	5.2
6	19.1	2.9	3.6	30.8	4.0	6.4	10.5	3.2	4.3	0.6	9.0	5.6
7	18.4	2.6	3.8	31.1	3.8	6.0	10.5	3.3	4.7	0.7	9.3	5.9
8	16.6	2.9	3.9	30.1	3.9	5.4	11.3	3.3	5.0	1.1	10.3	6.1
9	15.7	2.3	4.3	27.9	4.2	5.1	12.8	3.2	5.6	1.1	11.4	6.5
10	12.2	1.8	4.7	26.4	6.0	4.8	12.3	3.1	7.3	2.3	12.3	6.9
Total	19.3	2.6	3.4	32.1	4.0	6.9	8.7	3.4	4.1	0.7	9.3	5.5

Notas: Decil corresponde ao decil da distribuição de rendimento. Os valores apresentados na tabela correspondem ao peso médio do item da despesa por decil de rendimento. Componentes da despesa: (A) produtos alimentares e bebidas não alcoólicas, (B) bebidas alcoólicas, tabaco e narcóticos/estupefacientes, (C) vestuário e calçado, (D) habitação, despesas com água, eletricidade, gás e outros combustíveis, (E) móveis, artigos de decoração, equipamento doméstico e despesas correntes, (F) saúde, (G) transportes, (H) comunicações, (I) lazer, distração e cultura, (J) ensino, (K) hotéis, restaurantes, cafés e similares, (L) outros bens e serviços.

Fonte: IDEF (2005/2006).

Estabelecendo a comparação entre os anos de 2006 e 2000, Tabela 9-2, observamos uma redução do peso das despesas com produtos alimentares e bebidas não alcoólicas em 6 pp, e de 2,5 pp no vestuário e calçado. Por seu lado, as despesas relacionadas com a habitação, componente (D), viram o seu peso aumentar em 7,3 pp. As despesas com hotéis, restaurantes, cafés e similares registaram um aumento de 1,7 pp, enquanto o ensino teve um aumento de 0,2 pp. Por outro lado, ocorreu uma diminuição nas despesas em comunicações, de 0,5 pp, e um aumento de 0,9 pp no lazer, distração e cultura.

Em 1995, o peso da alimentação, bebidas e tabaco ascendia a 32,1%, por comparação com 28,5% em 2000 e 21,9% em 2006. Ao nível da despesa em vestuário e calçado verifica-se uma estabilidade em torno dos 5,9% em 1995 e 2000, seguido de uma quebra

para os 3,4% em 2006. Em termos de despesas relacionadas com a habitação assiste-se a um acréscimo acentuado entre 1995 e 2006: de 24,3% em 1995, passando por um peso de 24,8% em 2000, atinge um peso de 32,1% em 2006.

**Tabela 9-2: Distribuição do peso de cada um das componentes da despesa por decil de rendimento (2000)**

Decil	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L
1	34.1	2.1	4.6	27.4	4.2	9.8	1.9	4.3	1.4	0.0	6.5	3.7
2	31.8	2.4	5.3	28.7	4.9	9.0	2.5	4.2	1.7	0.0	6.0	3.4
3	29.7	3.1	5.1	28.1	5.2	8.1	4.1	4.1	2.0	0.1	6.3	4.1
4	27.6	3.7	5.3	27.5	5.2	7.4	5.7	3.9	2.4	0.1	7.1	4.1
5	26.7	3.7	5.9	25.4	5.5	5.5	8.1	3.9	3.2	0.2	6.8	4.9
6	24.0	3.6	6.4	22.9	5.8	5.8	10.1	3.9	3.3	0.5	8.4	5.4
7	23.2	3.7	6.3	22.9	6.0	5.0	11.4	3.5	3.7	0.5	8.0	5.6
8	21.1	3.8	6.7	22.2	5.7	4.7	13.1	3.7	4.1	0.7	8.3	5.7
9	19.2	3.2	6.8	21.9	6.4	4.5	13.1	3.9	4.8	1.1	9.1	6.0
10	15.3	2.2	7.0	21.2	7.8	4.3	14.7	3.8	5.9	1.7	9.2	6.9
Total	25.3	3.2	5.9	24.8	5.7	6.4	8.5	3.9	3.2	0.5	7.6	5.0

Notas: Decil corresponde ao decil da distribuição de rendimento. Os valores apresentados na tabela correspondem ao peso médio do item da despesa por decil de rendimento. Componentes da despesa: (A) produtos alimentares e bebidas não alcoólicas, (B) bebidas alcoólicas, tabaco e narcóticos\estupefacientes, (C) vestuário e calçado, (D) habitação, despesas com água, eletricidade, gás e outros combustíveis, (E) móveis, artigos de decoração, equipamento doméstico e despesas correntes, (F) saúde, (G) transportes, (H) comunicações, (I) lazer, distração e cultura, (J) ensino, (K) hotéis, restaurantes, cafés e similares, (L) outros bens e serviços.

Fonte: IOF (2000).

É de salientar a evolução da composição da despesa por decil de rendimento. Em 1995, o decil de famílias de menor rendimento dedicava, em média, 48,7% do seu orçamento a despesas relacionadas com a alimentação e vestuário. Em 2006 esta componente da despesa ocupava 30,1% da despesa deste tipo de agregado. As despesas com a habitação apresentam uma evolução inversa. Partindo de um peso de 26,9% para o decil inferior de rendimento em 1995, atinge os 34,6% em 2006. Registe-se que a alteração foi mais pronunciada entre 2000 e 2006. As despesas de saúde, que no global aumentaram de 4,9% para 6,9%, viram o seu peso na classe inferior de rendimento aumentar de 7,3% para 10,2%. Ao nível dos agregados com rendimentos mais elevados, decil 10, a evolução foi de 3,4% para 4,8%. A combinação da informação constante das Tabelas 9-1, 9-2 e 9-3, aponta para uma alteração da estrutura da despesa ao longo do período em análise.

**Tabela 9-3: Distribuição do peso de cada um das componentes da despesa por decil de rendimento (1995)**

Decil	A	B	C	D	E	F	G	H
1	44.5	4.2	26.9	4.2	7.3	4.6	1.3	7.0
2	41.2	4.8	25.2	4.8	7.0	6.3	1.5	9.2
3	38.3	5.4	25.7	5.2	5.8	8.3	1.7	9.6
4	36.1	5.9	24.1	5.2	5.1	11.2	1.9	10.4
5	34.5	5.9	24.5	5.9	4.6	11.9	2.2	10.5
6	31.4	6.2	22.9	5.5	4.3	14.1	2.8	12.8
7	28.3	6.6	23.2	6.1	4.1	15.2	3.3	13.3
8	26.2	6.8	23.2	6.0	3.7	16.7	3.1	14.2
9	22.9	6.8	23.0	6.2	3.9	17.2	3.9	16.2
10	17.6	6.6	23.9	7.8	3.4	18.0	5.4	17.3
Total	32.1	5.9	24.3	5.7	4.9	12.4	2.7	12.0

Notas: Decil corresponde ao decil da distribuição de rendimento. Os valores apresentados na tabela correspondem ao peso médio do item da despesa por decil de rendimento. Componentes da despesa: (A) produtos alimentares, bebidas e tabaco, (B) vestuário e calçado, (C) habitação, aquecimento e iluminação, (D) móveis, artigos de decoração, equipamento doméstico de manutenção, (E) serviços médicos e de saúde, (F) transportes e comunicações, (G) distrações, espetáculos, instrução e cultura, (I) outras despesas.

Fonte: IOF (1995).

#### 9.4. Comparação do perfil de poupança em 1995, 2000 e 2006

Utilizamos como fonte para a nossa análise os inquéritos aos orçamentos familiares de 1995 e 2000, e o inquérito à despesa das famílias de 2006. Na discussão que se segue eliminamos o percentil 1 e o topo 1% da distribuição da taxa de poupança para os anos de 1995, 2000 e 2006. Em termos agregados, nestes anos registamos uma taxa de poupança (rácio entre a poupança total das famílias e o rendimento total das famílias em cada ano) de 11%, 17% e 21%, respetivamente. Contudo, estas taxas agregadas não são adequadas quando se pretende comparar os perfis de taxa de poupança entre as famílias incluídas nos três inquéritos. A Figura 9-1 representa as densidades de probabilidade das taxas de poupança de cada família em cada um dos anos em análise. Observa-se que a distribuição da taxa de poupança não registou alterações pronunciadas neste período de 10 anos. A título de exemplo, a mediana da distribuição da poupança é de 16,6% em 1995, 20,5% em 2000 e 21,5% em 2006. Verifica-se, em particular, que em 2006 há uma maior concentração de probabilidade nas taxas intermédias de poupança, ao passo que em 2000 há uma maior densidade nos valores mais elevados. Assim, há uma deslocação da distribuição para valores mais baixos de poupança entre 2000 e 2006.

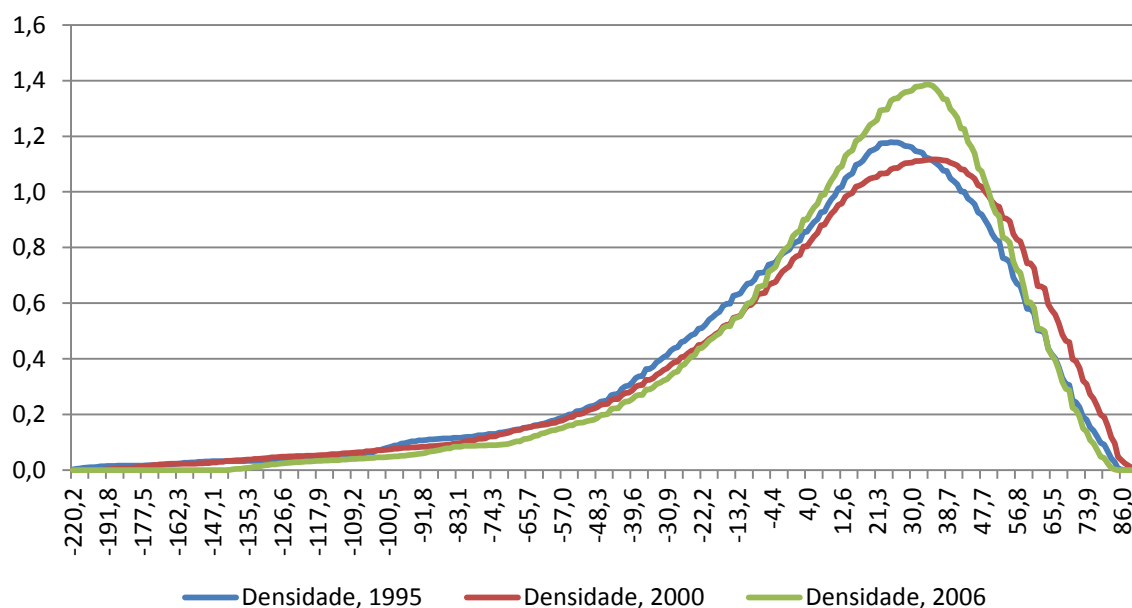


Figura 9-1: Densidades de probabilidade para a taxa de poupança

Fonte: IOF (1995, 2000) e IDEF (2006).

## 9.5. Breve descrição da metodologia usada para variáveis binárias

Nos capítulos 4 e 5 apresentamos modelos econométricos nos quais a variável dependente é uma variável categórica que assume o valor 1 caso o agregado familiar tenha uma certa característica (como ter poupança negativa, ou possuir um certo tipo de aplicação financeira) e assume o valor 0 no caso contrário. Neste contexto, os modelos econométricos apropriados são os modelos de escolha discreta; i.e., o *logit* e o *probit*. O primeiro assenta na distribuição logística, enquanto o segundo parte da distribuição normal.<sup>96</sup> Em termos qualitativos, decorre, quer da teoria quer da prática, que os dois modelos produzem resultados similares. A nossa opção para a análise apresentada nos capítulos 4 e 5 recaiu no modelo *probit*.

Matematicamente, o modelo *probit* parte da seguinte formulação:

$$P(y = 1|X) = G(\beta_0 + \mathbf{x}\boldsymbol{\beta}) \quad (9.1)$$

onde  $P(\cdot)$  é a probabilidade de  $y$ , a nossa variável dependente, assumir o valor 1, dados os valores das variáveis explicativas (ou regressores) incluídos no modelo. A função  $G(\cdot)$

<sup>96</sup> A principal diferença entre estas duas soluções econométricas para o nosso problema é que a curva da densidade de probabilidade associada ao modelo probit se aproxima mais rapidamente do eixo horizontal do que a curva de densidade da distribuição logística.

é uma função de probabilidade, com  $0 \leq G(.) \leq 1..$  No caso particular do modelo *probit* a função  $G(.)$  utilizada é a função de distribuição cumulativa normal, pelo que

$$G(z) = \Phi(z) = \int_{-\infty}^z \phi(v) dv \quad (9.2)$$

onde  $\phi(z)$  é a função de densidade normal padrão, ou seja

$$\phi(v) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{v^2}{2}} \quad (9.3)$$

Dado que este é um modelo não linear nos parâmetros, recorreremos ao procedimento de máxima verosimilhança para a sua estimação.

## 9.6. Informação no Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias

O ficheiro de base do Inquérito ao Património e Endividamento das Famílias (IPEF) contém informação sobre os agregados domésticos privados tem 8478 registos relativos ao ano de 2006. A informação do inquérito base foi ligada à informação com os detalhes dos alojamentos, das construções, dos terrenos, dos automóveis e motociclos, dos créditos relacionados com a habitação e de outros créditos.

Cerca de 71% dos agregados habitam em áreas predominantemente urbanas, enquanto quase 14% habitam em áreas predominantemente rurais. Os restantes agregados habitam em zonas medianamente urbanas. Em termos de localização, 33% dos agregados localizam-se no Norte e 23% na zona Centro. A zona de Lisboa concentra cerca de 28% dos inquiridos. Em conjunto, estas três zonas agregam pouco mais de 84% dos inquiridos; 3,9% dos inquiridos localizam-se nas regiões autónomas.

Em termos de tipologia de alojamento, 63% dos agregados habitam numa moradia e 36% num apartamento; 92% dos agregados têm no máximo 4 indivíduos, sendo que a moda são os agregados com 2 indivíduos (29% dos casos). Ao nível do regime de ocupação do alojamento podemos observar que pouco mais de 76% dos inquiridos são proprietários, com uma incidência de proprietários sem crédito à habitação de 51%. Os arrendatários representam 17%. Cerca de 9,6% dos agregados possuem uma segunda residência. Em termos demográficos, observamos que em 69% dos casos o representante do agregado

doméstico privado é homem, sendo que quase 70% estão na faixa etária dos 25 aos 64 anos (37% estão entre os 45 e os 64 anos; 30% têm 65 ou mais anos). Em termos de escolaridade, pouco mais de 80% têm no máximo o 3º ciclo do ensino básico, sendo que 10% completaram o ensino secundário e 9,6% têm o ensino superior. É de referir o facto de 15% dos agregados não terem qualquer nível de escolaridade.

Em relação à atividade profissional observamos que 56% exercem uma profissão, 5,3% estão desempregados e 34% estão reformados ou aposentados. Dos que exercem uma profissão, cerca de 76% trabalham por conta de outrem. Como seria de esperar, a principal fonte de rendimento é o trabalho por conta de outrem (52,7%), seguido das pensões (29,1%) e do trabalho por conta própria (8,3%).

**Tabela 9-4: Estimação dos fatores determinantes do investimento em PPR - modelo *probit*, coeficientes**

VARIÁVEIS	Probit (1)	Probit (2)	Probit (3)	Probit (4)	Probit (5)	Probit (6)	Probit (7)	Probit (8)	Probit (9)	Probit (10)
Norte	-0.42021*** (0.07476)	-0.38741*** (0.00239)	-0.37920*** (0.00241)	-0.37906*** (0.00242)	-0.38741*** (0.00239)	-0.37901*** (0.00243)	-0.39719*** (0.00247)	-0.39343*** (0.00282)	-0.37901*** (0.00288)	-0.39975*** (0.00283)
Algarve	-0.17101** (0.07526)	-0.14540*** (0.00459)	-0.14461*** (0.00462)	-0.15284*** (0.00466)	-0.14540*** (0.00459)	-0.16594*** (0.00467)	-0.16212*** (0.00471)	-0.16505*** (0.00483)	-0.11592*** (0.00492)	-0.15710*** (0.00483)
Centro	-0.15229** (0.07582)	-0.12844*** (0.00245)	-0.11139*** (0.00246)	-0.09989*** (0.00248)	-0.12844*** (0.00245)	-0.09603*** (0.00248)	-0.13889*** (0.00255)	-0.14872*** (0.00302)	-0.09447*** (0.00308)	-0.15139*** (0.00303)
Alentejo	-0.40634*** (0.08232)	-0.35360*** (0.00411)	-0.33807*** (0.00413)	-0.33091*** (0.00416)	-0.35360*** (0.00411)	-0.33669*** (0.00416)	-0.30991*** (0.00422)	-0.29864*** (0.00449)	-0.24325*** (0.00457)	-0.30320*** (0.00449)
RA Açores	-0.31016*** (0.09405)	-0.36100*** (0.00750)	-0.36151*** (0.00752)	-0.38220*** (0.00754)	-0.36100*** (0.00750)	-0.38112*** (0.00753)	-0.40758*** (0.00760)	-0.37183*** (0.00797)	-0.28766*** (0.00798)	-0.37247*** (0.00796)
RA Madeira	-0.34878*** (0.09072)	-0.33286*** (0.00757)	-0.33910*** (0.00761)	-0.35813*** (0.00765)	-0.33286*** (0.00757)	-0.36073*** (0.00766)	-0.32553*** (0.00774)	-0.27094*** (0.00789)	-0.21109*** (0.00796)	-0.27251*** (0.00787)
15-24 anos	-0.54364 (0.38554)	-0.31047*** (0.01221)	-0.24169*** (0.01232)	-0.20713*** (0.01259)	-0.31047*** (0.01221)	-0.19757*** (0.01261)	-0.09959*** (0.01284)	-0.09014*** (0.01338)	-0.12178*** (0.01354)	-0.08518*** (0.01331)
25-34 anos	-0.54637*** (0.12501)	-0.36865*** (0.00399)	-0.32438*** (0.00402)	-0.31674*** (0.00403)	-0.36865*** (0.00399)	-0.32561*** (0.00405)	-0.27590*** (0.00412)	-0.26724*** (0.00417)	-0.32678*** (0.00427)	-0.27128*** (0.00417)
35-44 anos	-0.29903*** (0.08396)	-0.23478*** (0.00279)	-0.22578*** (0.00280)	-0.22228*** (0.00280)	-0.23478*** (0.00279)	-0.22406*** (0.00280)	-0.20144*** (0.00285)	-0.18463*** (0.00290)	-0.20801*** (0.00295)	-0.18951*** (0.00291)
55-64 anos	0.22107*** (0.08305)	0.20906*** (0.00294)	0.20183*** (0.00295)	0.20487*** (0.00297)	0.20906*** (0.00294)	0.20214*** (0.00297)	0.18101*** (0.00300)	0.14649*** (0.00310)	0.12537*** (0.00314)	0.12766*** (0.00311)
65 ou + anos	-0.05349 (0.10755)	-0.00003 (0.00399)	0.02337*** (0.00401)	0.07292*** (0.00404)	-0.00003 (0.00399)	0.06738*** (0.00406)	0.01681*** (0.00414)	-0.03351*** (0.00429)	-0.06632*** (0.00438)	-0.06367*** (0.00432)
Sem escolaridade	-0.92859*** (0.12562)	-0.77413*** (0.00492)	-0.69277*** (0.00498)	-0.55129*** (0.00509)	-0.77413*** (0.00492)	-0.56187*** (0.00513)	-0.47576*** (0.00519)	-0.39570*** (0.00536)	-0.35316*** (0.00541)	-0.39399*** (0.00536)
Ens.Básico-1ºciclo	-0.36845*** (0.08569)	-0.25142*** (0.00307)	-0.19796*** (0.00311)	-0.14856*** (0.00314)	-0.25142*** (0.00307)	-0.14048*** (0.00317)	-0.12278*** (0.00320)	-0.06929*** (0.00331)	-0.05203*** (0.00336)	-0.06978*** (0.00331)
Ens.Básico-2ºciclo	-0.05831 (0.10368)	-0.00537 (0.00346)	0.02093*** (0.00349)	0.03937*** (0.00351)	-0.00537 (0.00346)	0.04710*** (0.00353)	0.05338*** (0.00356)	0.07654*** (0.00361)	0.07809*** (0.00367)	0.06519*** (0.00361)
Ens. Secundário	0.23823** (0.10593)	0.14275*** (0.00355)	0.11954*** (0.00357)	0.12089*** (0.00358)	0.14275*** (0.00355)	0.10854*** (0.00361)	0.09820*** (0.00365)	0.09466*** (0.00368)	0.09706*** (0.00375)	0.08421*** (0.00369)
Ens. Superior	0.57185*** (0.10556)	0.24283*** (0.00362)	0.16321*** (0.00367)	0.20949*** (0.00357)	0.24283*** (0.00362)	0.24630*** (0.00360)	0.22919*** (0.00365)	0.19207*** (0.00374)	0.09209*** (0.00387)	0.17430*** (0.00376)
Trab.Conta Própria	0.29728*** (0.07972)	0.29781*** (0.00270)	0.29565*** (0.00271)	0.29518*** (0.00272)	0.29781*** (0.00270)	0.28808*** (0.00272)	0.23275*** (0.00277)	0.23453*** (0.00282)	0.20498*** (0.00289)	0.23283*** (0.00283)
Desempregado	-0.19624 (0.13894)	-0.10339*** (0.00459)	-0.07580*** (0.00462)	-0.04404*** (0.00469)	-0.10339*** (0.00459)	-0.07198*** (0.00473)	-0.07907*** (0.00478)	-0.05501*** (0.00486)	-0.05299*** (0.00493)	-0.06962*** (0.00491)
Reformado /aposentado	0.00080 (0.09643)	0.04208*** (0.00343)	0.04294*** (0.00345)	0.04990*** (0.00347)	0.04208*** (0.00343)	0.03315*** (0.00347)	0.01643*** (0.00352)	0.01556*** (0.00355)	0.01445*** (0.00363)	0.03113*** (0.00358)
Aluno ou estudante	0.04787 (0.13985)	0.06966*** (0.00482)	0.08768*** (0.00486)	0.14264*** (0.00494)	0.06966*** (0.00482)	0.13483*** (0.00495)	0.11430*** (0.00503)	0.13932*** (0.00524)	0.11872*** (0.00533)	0.14421*** (0.00524)
Trab. familiar	0.35945 (0.13985)	0.36188*** (0.00482)	0.35024*** (0.00486)	0.36011*** (0.00494)	0.36188*** (0.00482)	0.31784*** (0.00495)	0.26060*** (0.00503)	0.25179*** (0.00524)	0.18128*** (0.00533)	0.21750*** (0.00524)

	(0.39867)	(0.01299)	(0.01304)	(0.01317)	(0.01299)	(0.01330)	(0.01344)	(0.01370)	(0.01424)	(0.01400)
Rend.Total, 2ºQ						0.35220*** (0.00751)	0.31374*** (0.00755)	0.38038*** (0.00766)	0.38975*** (0.00771)	0.38755*** (0.00768)
Rend.Total, 3ºQ						0.43104*** (0.00722)	0.31266*** (0.00731)	0.38208*** (0.00750)	0.39307*** (0.00757)	0.39050*** (0.00752)
Rend.Total, 4ºQ						0.50977*** (0.00701)	0.37208*** (0.00713)	0.45324*** (0.00739)	0.45361*** (0.00747)	0.45695*** (0.00741)
Rend.Total, 5ºQ						0.60467*** (0.00692)	0.45904*** (0.00702)	0.55434*** (0.00739)	0.52702*** (0.00749)	0.55835*** (0.00741)
Rend.Total, 6ºQ						0.79049*** (0.00671)	0.60090*** (0.00687)	0.69574*** (0.00724)	0.70336*** (0.00730)	0.69692*** (0.00725)
Rend.Total, 7ºQ						0.74613*** (0.00678)	0.57560*** (0.00691)	0.68523*** (0.00738)	0.67985*** (0.00745)	0.68250*** (0.00740)
Rend.Total, 8ºQ						0.88424*** (0.00671)	0.67423*** (0.00688)	0.78234*** (0.00740)	0.73450*** (0.00750)	0.78229*** (0.00742)
Rend.Total, 9ºQ						1.09021*** (0.00665)	0.84527*** (0.00687)	0.96683*** (0.00746)	0.90373*** (0.00756)	0.96237*** (0.00749)
Rend.Total, 10ºQ						1.44522***	1.16332***	1.29072***	1.17286***	1.26559***
Act.Fin., 2ºQ						(0.00667)	(0.00695)	(0.00771)	(0.00784)	(0.00775)
Act.Fin., 3ºQ							-0.07197*** (0.00325)	-0.08874*** (0.00345)	-0.07646*** (0.00354)	-0.09535*** (0.00345)
Act.Fin., 4ºQ							-0.19959*** (0.00415)	-0.20689*** (0.00427)	-0.18121*** (0.00433)	-0.22027*** (0.00427)
Act.Fin., 5ºQ							0.13175*** (0.00291)	0.13148*** (0.00309)	0.15684*** (0.00314)	0.12293*** (0.00309)
Act. Não Fin., 2ºQ							0.17781*** (0.00268)	0.15140*** (0.00291)	0.06690*** (0.00312)	0.09824*** (0.00305)
Act. Não Fin., 3ºQ							0.21128*** (0.00400)	0.20368*** (0.00408)	0.22598*** (0.00417)	0.20573*** (0.00407)
Act. Não Fin., 4ºQ							0.18119*** (0.00399)	0.14011*** (0.00432)	0.13845*** (0.00444)	0.13593*** (0.00432)
Act. Não Fin., 5ºQ							0.21863*** (0.00394)	0.16543*** (0.00432)	0.21187*** (0.00442)	0.16673*** (0.00432)
AM Urbana							0.06259*** (0.00314)	0.06259*** (0.00314)	0.07776*** (0.00319)	0.06478*** (0.00314)
AP Rural							0.03290*** (0.00362)	0.03290*** (0.00362)	0.03467*** (0.00367)	0.03429*** (0.00362)
Apartamento							0.11677*** (0.00266)	0.11677*** (0.00266)	0.09688*** (0.00272)	0.09880*** (0.00267)
Outro tipo de Alojamento de 50 m2 a							0.03632*** (0.01387)	0.03632*** (0.01387)	0.06777*** (0.01380)	0.02367*** (0.01390)
							-0.24581***	-0.24581***	-0.24771***	-0.24950***



menos					
de 60 m2				(0.00748)	(0.00749)
de 60 m2 a				-0.13672***	-0.14167***
menos					(0.00748)
de 80 m2				(0.00622)	(0.00623)
de 80 m2 a				-0.17637***	-0.22142***
menos					(0.00622)
de 100 m2				(0.00611)	(0.00614)
de 100 m2 a				-0.06935***	-0.11115***
menos					(0.00610)
de 120 m2				(0.00627)	(0.00630)
de 120 m2 a				-0.05617***	-0.09051***
menos					(0.00626)
de 150 m2				(0.00632)	(0.00636)
de 150 m2 a				-0.02490***	-0.07243***
menos					(0.00632)
de 200 m2				(0.00663)	(0.00669)
200 m2 ou mais				-0.02176***	-0.09302***
				(0.00692)	(0.00700)
Prop. com				-0.06030***	-0.05586***
Créd.Hab.				(0.00276)	(0.00282)
arrendatário				-0.11250***	-0.09325***
				(0.00462)	(0.00464)
Arrendatário				0.00451	-0.02291***
				(0.00471)	(0.00482)
Aloj. cedido				-0.06009***	-0.11796***
Gratuitamente				(0.00502)	(0.00522)
Garagem				0.05301***	0.03154***
				(0.00236)	(0.00241)
Agregado: 2				-0.15449***	-0.15322***
				(0.00348)	(0.00353)
Agregado: 3				-0.15103***	-0.11077***
				(0.00375)	(0.00380)
Agregado: 4				-0.21166***	-0.17976***
				(0.00412)	(0.00418)
Agregado: 5				-0.42562***	-0.38894***
				(0.00578)	(0.00588)
Agregado: 6 ou +				-0.56064***	-0.46285***
				(0.00804)	(0.00808)
Masculino				0.04134***	0.02443***
				(0.00240)	(0.00244)
Rend. Total	0.00001***	0.00002***			
	(0.00000)	(0.00000)			
Rend. Total <sup>2</sup>		-0.00000***			
		(0.00000)			
Ln(Rend. Tot.)			0.58381***		
			(0.00180)		
Rend.				0.01239***	
Total/1000				(0.00005)	

Tem DP									0.02442**	
									(0.00210)	
Tem Ações									0.53823***	
									(0.00346)	
Tem CA									0.21219**	
									(0.00288)	
Tem participações Em FI									0.51374***	
									(0.00435)	
Valor DP/1000										-0.00026***
										(0.00004)
Valor ações/1000										0.00285***
										(0.00007)
Valor CA/1000										0.00436***
										(0.00008)
Valor FI/1000										0.00509***
										(0.00010)
Observações	8.434	8.434	8.434	8.434	8.434	8.434	8.434	8.395	8.265	8.395
LogLikelihood	-1194560.55	-1159449.08	-1148140.53	-1137752.12	-1159449.08	-1138432.70	-1123089.10	-1114458.97	-1073083.49	-1109178.71
Pseudo R2	0.12	0.14	0.15	0.16	0.14	0.16	0.17	0.17	0.20	0.18

Notas: Os valores reportados são os coeficientes das estimações. Erros-padrão robustos entre parêntesis. Significância estatística: \*\*\* p-valor < 0.01, \*\* p-valor < 0.05, \* p-valor < 0.1. Os modelos apresentados nas colunas (1) a (10) são *probits* e têm como variável dependente uma dummy que assume o valor 1 quando o agregado possui investimentos em PPR, 0 caso contrário.

**Tabela 9-5: Estimação dos fatores determinantes do investimento em PPR - modelo *probit*, efeitos marginais**

VARIABLES	Probit (1)	Probit (2)	Probit (3)	Probit (4)	Probit (5)	Probit (6)	Probit (7)	Probit (8)	Probit (9)	Probit (10)
Norte	0.1021*** (0.0173)	0.0848*** (0.0005)	0.0667*** (0.0005)	0.0623*** (0.0005)	0.0760*** (0.0005)	0.0121*** (0.0002)	0.0098*** (0.0002)	0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1046*** (0.0013)
Algarve	0.1537*** (0.0235)	0.1289*** (0.0011)	0.1028*** (0.0010)	0.0952*** (0.0009)	0.1169*** (0.0010)	0.0206*** (0.0004)	0.0179*** (0.0004)	0.0232*** (0.0006)	0.1442*** (0.0019)	0.1508*** (0.0019)
Centro	0.1582*** (0.0237)	0.1325*** (0.0008)	0.1088*** (0.0007)	0.1045*** (0.0007)	0.1203*** (0.0007)	0.0244*** (0.0004)	0.0190*** (0.0004)	0.0241*** (0.0006)	0.1487*** (0.0017)	0.1520*** (0.0017)
Lisboa	0.1977*** (0.0273)	0.1620*** (0.0008)	0.1311*** (0.0007)	0.1238*** (0.0007)	0.1480*** (0.0008)	0.0304*** (0.0005)	0.0264*** (0.0005)	0.0339*** (0.0008)	0.1700*** (0.0018)	0.1870*** (0.0019)
Alentejo	0.1046*** (0.0185)	0.0902*** (0.0008)	0.0722*** (0.0007)	0.0685*** (0.0006)	0.0809*** (0.0007)	0.0135*** (0.0003)	0.0123*** (0.0003)	0.0168*** (0.0004)	0.1189*** (0.0016)	0.1216*** (0.0016)
RA Açores	0.1231*** (0.0230)	0.0890*** (0.0013)	0.0691*** (0.0011)	0.0620*** (0.0010)	0.0798*** (0.0012)	0.0120*** (0.0003)	0.0095*** (0.0003)	0.0140*** (0.0004)	0.1109*** (0.0019)	0.1092*** (0.0018)
RA Madeira	0.1154*** (0.0213)	0.0936*** (0.0013)	0.0721*** (0.0011)	0.0650*** (0.0010)	0.0841*** (0.0012)	0.0127*** (0.0003)	0.0118*** (0.0003)	0.0180*** (0.0005)	0.1250*** (0.0021)	0.1274*** (0.0020)
15-24 anos	0.0818 (0.0585)	0.0974*** (0.0021)	0.0864*** (0.0020)	0.0864*** (0.0020)	0.0876*** (0.0020)	0.0191*** (0.0007)	0.0208*** (0.0007)	0.0104*** (0.0004)	0.0778*** (0.0020)	0.1667*** (0.0034)
25-34 anos	0.0813*** (0.0208)	0.0877*** (0.0007)	0.0741*** (0.0006)	0.0704*** (0.0006)	0.0787*** (0.0006)	0.0139*** (0.0003)	0.0135*** (0.0003)	0.0064*** (0.0002)	0.0536*** (0.0009)	0.1276*** (0.0016)
35-44 anos	0.1253*** (0.0214)	0.1111*** (0.0006)	0.0890*** (0.0005)	0.0840*** (0.0005)	0.1003*** (0.0006)	0.0179*** (0.0003)	0.0162*** (0.0003)	0.0081*** (0.0002)	0.0667*** (0.0010)	0.1439*** (0.0016)
45-54 anos	0.1977*** (0.0273)	0.1620*** (0.0008)	0.1311*** (0.0007)	0.1238*** (0.0007)	0.1480*** (0.0008)	0.0304*** (0.0005)	0.0264*** (0.0005)	0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
55-64 anos	0.2648*** (0.0361)	0.2186*** (0.0011)	0.1789*** (0.0010)	0.1707*** (0.0010)	0.2015*** (0.0010)	0.0472*** (0.0007)	0.0396*** (0.0007)	0.0191*** (0.0005)	0.1170*** (0.0015)	0.2200*** (0.0021)
65 ou + anos	0.1832*** (0.0349)	0.1620*** (0.0011)	0.1361*** (0.0010)	0.1393*** (0.0010)	0.1480*** (0.0011)	0.0354*** (0.0006)	0.0274*** (0.0005)	0.0121*** (0.0003)	0.0856*** (0.0012)	0.1717*** (0.0019)
Sem escolaridade	0.0377*** (0.0107)	0.0392*** (0.0004)	0.0348*** (0.0004)	0.0439*** (0.0005)	0.0344*** (0.0004)	0.0074*** (0.0002)	0.0079*** (0.0002)	0.0045*** (0.0001)	0.0509*** (0.0008)	0.1056*** (0.0014)
Ens.Básico- 1ºciclo	0.1116*** (0.0168)	0.1079*** (0.0006)	0.0935*** (0.0005)	0.0960*** (0.0005)	0.0974*** (0.0005)	0.0219*** (0.0004)	0.0197*** (0.0004)	0.0110*** (0.0003)	0.0877*** (0.0012)	0.1703*** (0.0017)
Ens.Básico- 2ºciclo	0.1819*** (0.0284)	0.1607*** (0.0008)	0.1356*** (0.0008)	0.1320*** (0.0008)	0.1467*** (0.0008)	0.0338*** (0.0005)	0.0298*** (0.0005)	0.0160*** (0.0004)	0.1086*** (0.0014)	0.2035*** (0.0020)
Ens.Básico- 2ºciclo	0.1977*** (0.0273)	0.1620*** (0.0008)	0.1311*** (0.0007)	0.1238*** (0.0007)	0.1480*** (0.0008)	0.0304*** (0.0005)	0.0264*** (0.0005)	0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
Ens. Secundário	0.2704*** (0.0328)	0.1995*** (0.0010)	0.1582*** (0.0009)	0.1502*** (0.0008)	0.1834*** (0.0009)	0.0387*** (0.0006)	0.0330*** (0.0006)	0.0168*** (0.0004)	0.1119*** (0.0014)	0.2084*** (0.0020)
Ens. Superior	0.3906*** (0.0382)	0.2287*** (0.0011)	0.1690*** (0.0010)	0.1719*** (0.0010)	0.2112*** (0.0011)	0.0517*** (0.0008)	0.0438*** (0.0007)	0.0213*** (0.0005)	0.1111*** (0.0014)	0.2329*** (0.0021)

Trab.Conta Própria	0.2903*** (0.0395)	0.2456*** (0.0012)	0.2045*** (0.0011)	0.1946*** (0.0011)	0.2274*** (0.0012)	0.0563*** (0.0008)	0.0442*** (0.0008)	0.0235*** (0.0006)	0.1322*** (0.0016)	0.2496*** (0.0023)
Trab.Conta de Outrem	0.1977*** (0.0273)	0.1620*** (0.0008)	0.1311*** (0.0007)	0.1238*** (0.0007)	0.1480*** (0.0008)	0.0304*** (0.0005)	0.0264*** (0.0005)	0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
Desempregado	0.1478*** (0.0350)	0.1380*** (0.0012)	0.1156*** (0.0010)	0.1150*** (0.0010)	0.1254*** (0.0011)	0.0258*** (0.0005)	0.0219*** (0.0005)	0.0114*** (0.0003)	0.0875*** (0.0014)	0.1703*** (0.0021)
Reformado /aposentado	0.1980*** (0.0352)	0.1726*** (0.0011)	0.1404*** (0.0010)	0.1343*** (0.0010)	0.1579*** (0.0011)	0.0328*** (0.0006)	0.0274*** (0.0005)	0.0137*** (0.0004)	0.0980*** (0.0014)	0.1948*** (0.0021)
Aluno ou estudante	0.2113*** (0.0466)	0.1797*** (0.0015)	0.1506*** (0.0013)	0.1554*** (0.0014)	0.1646*** (0.0014)	0.0409*** (0.0007)	0.0342*** (0.0007)	0.0187*** (0.0005)	0.1158*** (0.0017)	0.2246*** (0.0025)
Trab. Familiar	0.3120** (0.1439)	0.2662*** (0.0044)	0.2203*** (0.0040)	0.2130*** (0.0039)	0.2472*** (0.0042)	0.0598*** (0.0018)	0.0468*** (0.0015)	0.0245*** (0.0010)	0.1276*** (0.0031)	0.2452*** (0.0045)
DP = 0									0.0957*** (0.0013)	
DP = 1									0.0996*** (0.0013)	
Ações = 0									0.0957*** (0.0013)	
Ações = 1									0.2101*** (0.0023)	
CA = 0									0.0957*** (0.0013)	
CA = 1									0.1337*** (0.0017)	
FI = 0									0.0957*** (0.0013)	
FI = 1									0.2036*** (0.0024)	
Rend.Total, 1ºQ						0.0304*** (0.0005)	0.0264*** (0.0005)	0.0132*** (0.0003)	0.0222*** (0.0005)	0.0546*** (0.0010)
Rend.Total, 2ºQ						0.0639*** (0.0008)	0.0523*** (0.0007)	0.0329*** (0.0007)	0.0520*** (0.0009)	0.1113*** (0.0017)
Rend.Total, 3ºQ						0.0744*** (0.0008)	0.0522*** (0.0007)	0.0330*** (0.0007)	0.0523*** (0.0009)	0.1119*** (0.0016)
Rend.Total, 4ºQ						0.0861*** (0.0008)	0.0588*** (0.0007)	0.0386*** (0.0008)	0.0590*** (0.0010)	0.1248*** (0.0017)
Rend.Total, 5ºQ						0.1020*** (0.0009)	0.0697*** (0.0008)	0.0479*** (0.0009)	0.0681*** (0.0011)	0.1466*** (0.0019)
Rend.Total, 6ºQ						0.1391*** (0.0010)	0.0908*** (0.0009)	0.0637*** (0.0012)	0.0940*** (0.0014)	0.1802*** (0.0021)

Rend.Total, 7ºQ	0.1295*** (0.0009)	0.0867*** (0.0009)	0.0624*** (0.0011)	0.0902*** (0.0014)	0.1765*** (0.0021)
Rend.Total, 8ºQ	0.1610*** (0.0010)	0.1034*** (0.0010)	0.0752*** (0.0013)	0.0993*** (0.0014)	0.2032*** (0.0023)
Rend.Total, 9ºQ	0.2164*** (0.0012)	0.1375*** (0.0012)	0.1050*** (0.0017)	0.1317*** (0.0018)	0.2569*** (0.0026)
Rend.Total, 10ºQ	0.3338*** (0.0014)	0.2196*** (0.0016)	0.1763*** (0.0025)	0.1969*** (0.0024)	0.3617*** (0.0031)
Act.Fin., 1ºQ		0.0264*** (0.0005)	0.0132*** (0.0003)	0.0926*** (0.0013)	0.1845*** (0.0020)
Act.Fin., 2ºQ		0.0223*** (0.0004)	0.0105*** (0.0003)	0.0812*** (0.0012)	0.1619*** (0.0018)
Act.Fin., 3ºQ		0.0163*** (0.0003)	0.0076*** (0.0002)	0.0674*** (0.0011)	0.1350*** (0.0017)
Act.Fin., 4ºQ		0.0355*** (0.0006)	0.0184*** (0.0005)	0.1195*** (0.0015)	0.2165*** (0.0021)
Act.Fin., 5ºQ		0.0393*** (0.0007)	0.0193*** (0.0005)	0.1035*** (0.0014)	0.2099*** (0.0021)
Act. Não Fin., 1ºQ		0.0264*** (0.0005)	0.0132*** (0.0003)	0.0660*** (0.0011)	0.1437*** (0.0018)
Act. Não Fin., 2ºQ		0.0422*** (0.0007)	0.0219*** (0.0005)	0.0982*** (0.0014)	0.1918*** (0.0020)
Act. Não Fin., 3ºQ		0.0396*** (0.0007)	0.0188*** (0.0005)	0.0846*** (0.0012)	0.1745*** (0.0019)
Act. Não Fin., 4ºQ		0.0429*** (0.0007)	0.0200*** (0.0005)	0.0959*** (0.0013)	0.1820*** (0.0020)
Act. Não Fin., 5ºQ		0.0608*** (0.0009)	0.0288*** (0.0007)	0.1144*** (0.0015)	0.2197*** (0.0022)
AP Rural			0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
AM Urbana			0.0155*** (0.0004)	0.1085*** (0.0014)	0.2034*** (0.0021)
AP Rural			0.0144*** (0.0004)	0.1013*** (0.0014)	0.1956*** (0.0021)
Proprietário sem crédito à habitação			0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
Proprietário com crédito à habitação			0.0113*** (0.0003)	0.0871*** (0.0012)	0.1702*** (0.0018)
Arrendatário (ou subarrendatário)			0.0098*** (0.0003)	0.0817*** (0.0012)	0.1576*** (0.0019)

Arrendatário, outro	0.0134*** (0.0003)	0.0921*** (0.0014)	0.1865*** (0.0021)
Alojamento cedido	0.0113*** (0.0003)	0.0783*** (0.0012)	0.1692*** (0.0020)
Gratuitamente	0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
Moradia	0.0177*** (0.0004)	0.1119*** (0.0014)	0.2123*** (0.0020)
Apartamento	0.0145*** (0.0006)	0.1068*** (0.0024)	0.1929*** (0.0035)
Outro	0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
menos de 50 m2	0.0068*** (0.0002)	0.0621*** (0.0009)	0.1318*** (0.0014)
de 50 m2 a menos	0.0092*** (0.0002)	0.0751*** (0.0008)	0.1545*** (0.0013)
de 60 m2	0.0083*** (0.0002)	0.0651*** (0.0007)	0.1461*** (0.0012)
de 60 m2 a menos	0.0110*** (0.0003)	0.0792*** (0.0008)	0.1703*** (0.0013)
de 80 m2	0.0114*** (0.0003)	0.0821*** (0.0009)	0.1730*** (0.0013)
de 80 m2 a menos	0.0124*** (0.0003)	0.0847*** (0.0009)	0.1771*** (0.0014)
de 100 m2	0.0125*** (0.0003)	0.0818*** (0.0009)	0.1718*** (0.0015)
de 100 m2 a menos	0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
de 120 m2	0.0151*** (0.0004)	0.1007*** (0.0013)	0.2004*** (0.0020)
de 120 m2 a menos	0.0132*** (0.0003)	0.0957*** (0.0013)	0.1870*** (0.0019)
de 150 m2	0.0088*** (0.0003)	0.0736*** (0.0010)	0.1513*** (0.0016)
de 150 m2 a menos	0.0089*** (0.0003)	0.0793*** (0.0011)	0.1548*** (0.0016)
de 200 m2	0.0075*** (0.0002)	0.0702*** (0.0010)	0.1430*** (0.0016)
200 m2 ou mais	0.0041*** (0.0001)	0.0475*** (0.0008)	0.1037*** (0.0014)
Sem garagem			
Garagem			
Agregado: 1			
Agregado: 2			
Agregado: 3			
Agregado: 4			
Agregado: 5			

Agregado: 6 ou +							0.0027***	0.0411***	0.0835***
							(0.0001)	(0.0009)	(0.0015)
Masculino = 0							0.0132***	0.0957***	0.1870***
							(0.0003)	(0.0013)	(0.0019)
Masculino = 1							0.0147***	0.0996***	0.1958***
							(0.0004)	(0.0013)	(0.0019)
Rendimento	0.0502***	0.0725***							
Total	(0.0002)	(0.0003)							
Ln (Rend. Tot)			0.1194***						
			(0.0005)						
Rend. Tot.				0.0029***					
*1000				(0.0000)					
DP*1000									-0.0001***
									(0.0000)
Ações*1000									0.0007***
									(0.0000)
CA*1000									0.0011***
									(0.0000)
FI*1000									0.0013***
									(0.0000)
Observações	8,434	8,434	8,434	8,434	8,434	8,434	8,395	8,265	8,395

Notas: Os valores reportados são os efeitos marginais. Erros-padrão entre parêntesis. Significância estatística: \*\*\* p-valor < 0.01, \*\* p-valor < 0.05, \* p-valor < 0.1.

## 9.7. Pensões de Reforma

Recorrendo a um modelo matemático simplificado, o modelo de gerações sobrepostas — inicialmente proposto por Maurice Allais e Paul Samuelson, ambos vencedores do Prémio Nobel em Ciências Económicas — é fácil de ilustrar como algumas das funções sociais do Estado eliminam alguns dos motivos de poupança. Ilustraremos esse efeito, estudando a forma com a existência de pensões de reformas altera o comportamento dos indivíduos.<sup>97</sup>

Para estudar o efeito da introdução de um esquema de Segurança Social, inicialmente suponha que esta é inexistente. Um trabalhador na sua vida ativa tem de escolher qual a parte do seu ordenado que gastará no imediato (chamemos consumo presente a tal gasto) e qual a parte que irá guardar para consumo futuro (isto é, quanto irá poupar no presente para consumir no futuro quando se reformar).

Admitindo que os indivíduos são racionais e que planeiam de forma consistente o seu futuro, os indivíduos procurarão maximizar a utilidade orientando os padrões de consumo ao longo das suas vidas, quer durante o período ativo quer quando reformados. Atalhando, o problema que cada indivíduo, na idade ativa, tem de resolver pode ser resumido da seguinte forma:

$$\max \quad u(c_J) + \frac{1}{1 + \theta} u(c_R) \quad (9.4)$$

em que  $u(c_J)$  representa a utilidade que o indivíduo retira de consumir  $c_J$ , quando no ativo, e  $u(c_R)$  a utilidade de consumir  $c_R$  quando reformado.  $\theta$  representa a taxa de desconto, ou seja, a taxa que capta as preferências intertemporais dos indivíduos. A expressão anterior diz-nos que o indivíduo procura maximizar a sua utilidade ao longo da vida. Naturalmente, tal maximização está limitada pelos seus recursos orçamentais. Pondo de parte, para simplificar, a existência de outras formas de rendimento que não o seu salário e as suas poupanças, as restrições são, simplesmente, dadas por

---

<sup>97</sup> Para o leitor interessado nos aspetos mais técnico, informamos que seguimos de muito perto a formulação do modelo de gerações sobrepostas feita por Olivier Blanchard e Stanley Fischer em “Lectures on Macroeconomics” (MIT Press, 1989).



$$\begin{cases} c_J + poupança = salário \\ c_R = (1 + r) \times poupança \end{cases} \quad (9.5)$$

A primeira linha apenas nos diz que o salário tem de ser dividido entre poupança e gastos em consumo presente. A segunda linha diz-nos que o consumo do indivíduo já reformado não poderá exceder a sua poupança, capitalizada à taxa de rendibilidade  $r$ .

Para encontrarmos a solução matemática para este problema, apenas temos de especificar a função utilidade e parametrizar a taxa de desconto. Considerando  $\theta = 1,1$ ,<sup>98</sup> uma taxa de desconto compatível com uma taxa de juro anual real na casa dos 3% ao longo de 30 anos,<sup>99</sup> e uma função de utilidade standard em microeconomia,<sup>100</sup> concluir-se-ia que na nossa economia-modelo o trabalhador pouparia 32% do seu salário. Repare-se quão próximo este valor está da regra dourada derivada por Phelps a partir do modelo de Solow.

### 9.7.1. Segurança Social (sistema de repartição)

Vamos agora supor que o governo resolve instaurar na economia acima descrita um sistema de segurança social. Mais precisamente, os reformados passarão a ter direito a uma pensão de reforma (benefício) que é financiada com descontos para a segurança social que recaem sobre os salários da população ativa. Em Portugal, por enquanto, estes descontos representam quase 35% do salário bruto (11% é a contribuição do trabalhador e 23,75% representa a parte paga pela empresa, podendo esta variar um pouco de acordo com o tpo de contrato de trabalho).<sup>101</sup>

<sup>98</sup> Este valor pode parecer exagerado, pelo que convém chamar a atenção que num modelo de gerações sobrepostas como este um período corresponde a pelo menos 30 anos.

<sup>99</sup> Os cálculos não estão detalhados aqui. Para se calcular a taxa de juro que este modelo implica no estado estacionário, foi necessário incluir informação acerca do lado das empresas. Estas foram modelizadas recorrendo a uma função de produção *standard*, Cobb-Douglas, com rendimentos constantes à escala, e com o expoente associado ao capital parametrizado para ter o valor de 1/3. Foi nos anos 20 do século passado que o economista Paul Douglas, na altura a trabalhar na relação entre *inputs* e rendimento nacional agregado, inquiriu o seu amigo matemático Charles Cobb sobre qual a função de produção que poderia usar para representar esta relação. A resposta foi dada num artigo, “A theory of production”, publicado em 1928 na *American Economic Review*. A solução encontrada ficou conhecida como a função de produção de Cobb-Douglas.

<sup>100</sup> A função utilidade escolhida é a logarítmica. Não só é uma função bastante comum, como, neste caso, tem uma vantagem adicional: permite definir uma regra simples para a poupança, que será uma mera percentagem do salário. Para os objetivos deste trabalho, tal simplificação é bastante útil.

<sup>101</sup> Do ponto de vista económico, o valor relevante é a diferença entre o que a empresa paga e o que o trabalhador recebe, sendo irrelevante a repartição contabilística entre trabalhador e empresa dos descontos para a Segurança Social.

O problema matemático que o indivíduo tem de resolver vem agora modificado. Naturalmente, o objetivo de maximizar a utilidade ao longo da vida permanece inalterado, mas as restrições que agora enfrenta são diferentes:

$$\begin{cases} c_J + poupança + desconto = salário \\ c_R = (1 + r) \times poupança + benefício \end{cases} \quad (9.6)$$

Quer a primeira equação quer a segunda sugerem-nos que o trabalhador irá poupar menos. Na primeira equação, devido aos descontos, o rendimento disponível baixa; na segunda equação, uma redução da poupança é (parcialmente) compensada pelo valor da pensão. Resolvendo matematicamente o problema conclui-se que a taxa de poupança será de cerca de 11,6%, ou seja, menos 20 pp do que na situação anterior.

Na sua essência, o sistema de segurança social que temos em Portugal é um sistema de repartição, similar ao que foi descrito.

### 9.7.2. Segurança Social (sistema de capitalização)

Uma alternativa ao sistema anterior é um sistema de capitalização. Neste sistema, o jovem trabalhador desconta para um fundo que será usado para pagar a sua própria reforma. Ou seja, o reformado tem como pensão o valor dos descontos que efetuou depois de capitalizados. Nesta situação, o esquema de solidariedade intergeracional é quebrado, porque já não são os ativos de hoje a pagar a pensão dos reformados de hoje.

Se se partir do pressuposto que os fundos de segurança social têm a mesma rentabilidade que as poupanças privadas, o problema que o indivíduo tem de resolver é praticamente idêntico ao do indivíduo que vive numa economia sem segurança social:

$$\max \quad u(c_J) + \frac{1}{1 + \theta} u(c_R) \quad (9.7)$$

Sujeito às seguintes restrições:

$$\begin{cases} c_J + poupança + descontos = salário \\ c_R = (1 + r) \times (poupança + descontos) \end{cases} \quad (9.8)$$

Note-se que a única diferença entre este problema e o primeiro que foi apresentado é que no lugar da *poupança* agora temos *poupança + descontos*. Quer isto dizer que, neste novo problema, o valor da poupança mais o valor dos descontos será

exatamente igual ao valor da poupança encontrado no modelo original (32%). Dado que os descontos são capitalizados (e virão a ser usufruídos pelos ativos de hoje) em vez de serem transferidos para a geração mais velha, estes descontos, em termos agregados, mais não são do que uma forma de poupança forçada.

# ESTUDOS DO G.E.M.F.

(Available on-line at <http://gemf.fe.uc.pt>)

- 
- 2011-19 *A Poupança em Portugal*  
- Fernando Alexandre, Luís Aguiar-Conraria, Pedro Bação & Miguel Portela
- 2011-18 *How Does Fiscal Policy React to Wealth Composition and Asset Prices?*  
- Luca Agnello, Vitor Castro & Ricardo M. Sousa
- 2011-17 *The Portuguese Stock Market Cycle: Chronology and Duration Dependence*  
- Vitor Castro
- 2011-16 *The Fundamentals of the Portuguese Crisis*  
- João Sousa Andrade & Adelaide Duarte
- 2011-15 *The Structure of Collective Bargaining and Worker Representation: Change and Persistence in the German Model*  
- John T. Addison, Paulino Teixeira, Alex Bryson & André Pahnke
- 2011-14 *Are health factors important for regional growth and convergence? An empirical analysis for the Portuguese districts*  
- Ana Poças & Elias Soukiazis
- 2011-13 *Financial constraints and exports: An analysis of Portuguese firms during the European monetary integration*  
- Filipe Silva & Carlos Carreira
- 2011-12 *Growth Rates Constrained by Internal and External Imbalances: a Demand Orientated Approach*  
- Elias Soukiazis, Pedro Cerqueira & Micaela Antunes
- 2011-11 *Inequality and Growth in Portugal: a time series analysis*  
- João Sousa Andrade, Adelaide Duarte & Marta Simões
- 2011-10 *Do financial Constraints Threat the Innovation Process? Evidence from Portuguese Firms*  
- Filipe Silva & Carlos Carreira
- 2011-09 *The State of Collective Bargaining and Worker Representation in Germany: The Erosion Continues*  
- John T. Addison, Alex Bryson, Paulino Teixeira, André Pahnke & Lutz Bellmann
- 2011-08 *From Goal Orientations to Employee Creativity and Performance: Evidence from Frontline Service Employees*  
- Filipe Coelho & Carlos Sousa
- 2011-07 *The Portuguese Business Cycle: Chronology and Duration Dependence*  
- Vitor Castro
- 2011-06 *Growth Performance in Portugal Since the 1960's: A Simultaneous Equation Approach with Cumulative Causation Characteristics*  
- Elias Soukiazis & Micaela Antunes
- 2011-05 *Heteroskedasticity Testing Through Comparison of Wald-Type Statistics*  
- José Murteira, Esmeralda Ramalho & Joaquim Ramalho
- 2011-04 *Accession to the European Union, Interest Rates and Indebtedness: Greece and Portugal*  
- Pedro Bação & António Portugal Duarte
- 2011-03 *Economic Voting in Portuguese Municipal Elections*  
- Rodrigo Martins & Francisco José Veiga
- 2011-02 *Application of a structural model to a wholesale electricity market: The Spanish market from January 1999 to June 2007*  
- Vítor Marques, Adelino Fortunato & Isabel Soares
- 2011-01 *A Smoothed-Distribution Form of Nadaraya-Watson Estimation*  
- Ralph W. Bailey & John T. Addison
- 2010-22 *Business Survival in Portuguese Regions*  
- Alcina Nunes & Elsa de Moraes Sarmento
- 2010-21 *A Closer Look at the World Business Cycle Synchronization*  
- Pedro André Cerqueira

- 
- 2010-20 *Does Schumpeterian Creative Destruction Lead to Higher Productivity? The effects of firms' entry*  
- Carlos Carreira & Paulino Teixeira
- 2010-19 *How Do Central Banks React to Wealth Composition and Asset Prices?*  
- Vítor Castro & Ricardo M. Sousa
- 2010-18 *The duration of business cycle expansions and contractions: Are there change-points in duration dependence?*  
- Vítor Castro
- 2010-17 *Water Pricing and Social Equity in Portuguese Municipalities*  
- Rita Martins, Carlota Quintal, Eduardo Barata & Luís Cruz
- 2010-16 *Financial constraints: Are there differences between manufacturing and services?*  
- Filipe Silva & Carlos Carreira
- 2010-15 *Measuring firms' financial constraints: Evidence for Portugal through different approaches*  
- Filipe Silva & Carlos Carreira
- 2010-14 *Exchange Rate Target Zones: A Survey of the Literature*  
- António Portugal Duarte, João Sousa Andrade & Adelaide Duarte
- 2010-13 *Is foreign trade important for regional growth? Empirical evidence from Portugal*  
- Elias Soukiazis & Micaela Antunes
- 2010-12 *MCMC, likelihood estimation and identifiability problems in DLM models*  
- António Alberto Santos
- 2010-11 *Regional growth in Portugal: assessing the contribution of earnings and education inequality*  
- Adelaide Duarte & Marta Simões
- 2010-10 *Business Demography Dynamics in Portugal: A Semi-Parametric Survival Analysis*  
- Alcina Nunes & Elsa Sarmento
- 2010-09 *Business Demography Dynamics in Portugal: A Non-Parametric Survival Analysis*  
- Alcina Nunes & Elsa Sarmento
- 2010-08 *The impact of EU integration on the Portuguese distribution of employees' earnings*  
- João A. S. Andrade, Adelaide P. S. Duarte & Marta C. N. Simões
- 2010-07 *Fiscal sustainability and the accuracy of macroeconomic forecasts: do supranational forecasts rather than government forecasts make a difference?*  
- Carlos Fonseca Marinheiro
- 2010-06 *Estimation of Risk-Neutral Density Surfaces*  
- A. M. Monteiro, R. H. Tütüncü & L. N. Vicente
- 2010-05 *Productivity, wages, and the returns to firm-provided training: who is grabbing the biggest share?*  
- Ana Sofia Lopes & Paulino Teixeira
- 2010-04 *Health Status Determinants in the OECD Countries. A Panel Data Approach with Endogenous Regressors*  
- Ana Poças & Elias Soukiazis
- 2010-03 *Employment, exchange rates and labour market rigidity*  
- Fernando Alexandre, Pedro Bação, João Cerejeira & Miguel Portela
- 2010-02 *Slip Sliding Away: Further Union Decline in Germany and Britain*  
- John T. Addison, Alex Bryson, Paulino Teixeira & André Pahnke
- 2010-01 *The Demand for Excess Reserves in the Euro Area and the Impact of the Current Credit Crisis*  
- Fátima Teresa Sol Murta & Ana Margarida Garcia
- 
- 2009-16 *The performance of the European Stock Markets: a time-varying Sharpe ratio approach*  
- José A. Soares da Fonseca
- 2009-15 *Exchange Rate Mean Reversion within a Target Zone: Evidence from a Country on the Periphery of the ERM*  
- António Portugal Duarte, João Sousa Andrade & Adelaide Duarte

- 2009-14 *The Extent of Collective Bargaining and Workplace Representation: Transitions between States and their Determinants. A Comparative Analysis of Germany and Great Britain*  
- John T. Addison, Alex Bryson, Paulino Teixeira, André Pahnke & Lutz Bellmann
- 2009-13 *How well the balance-of- payments constraint approach explains the Portuguese growth performance. Empirical evidence for the 1965-2008 period*  
- Micaela Antunes & Elias Soukiazis
- 2009-12 *Atypical Work: Who Gets It, and Where Does It Lead? Some U.S. Evidence Using the NLSY79*  
- John T. Addison, Chad Cotti & Christopher J. Surfield
- 2009-11 *The PIGS, does the Group Exist? An empirical macroeconomic analysis based on the Okun Law*  
- João Sousa Andrade
- 2009-10 *A Política Monetária do BCE. Uma estratégia original para a estabilidade nominal*  
- João Sousa Andrade
- 2009-09 *Wage Dispersion in a Partially Unionized Labor Force*  
- John T. Addison, Ralph W. Bailey & W. Stanley Siebert
- 2009-08 *Employment and exchange rates: the role of openness and technology*  
- Fernando Alexandre, Pedro Bação, João Cerejeira & Miguel Portela
- 2009-07 *Channels of transmission of inequality to growth: A survey of the theory and evidence from a Portuguese perspective*  
- Adelaide Duarte & Marta Simões
- 2009-06 *No Deep Pockets: Some stylized results on firms' financial constraints*  
- Filipe Silva & Carlos Carreira
- 2009-05 *Aggregate and sector-specific exchange rate indexes for the Portuguese economy*  
- Fernando Alexandre, Pedro Bação, João Cerejeira & Miguel Portela
- 2009-04 *Rent Seeking at Plant Level: An Application of the Card-De La Rica Tenure Model to Workers in German Works Councils*  
- John T. Addison, Paulino Teixeira & Thomas Zwick
- 2009-03 *Unobserved Worker Ability, Firm Heterogeneity, and the Returns to Schooling and Training*  
- Ana Sofia Lopes & Paulino Teixeira
- 2009-02 *Worker Directors: A German Product that Didn't Export?*  
- John T. Addison & Claus Schnabel
- 2009-01 *Fiscal and Monetary Policies in a Keynesian Stock-flow Consistent Model*  
- Edwin Le Heron

A série Estudos do GEMF foi iniciada em 1996.